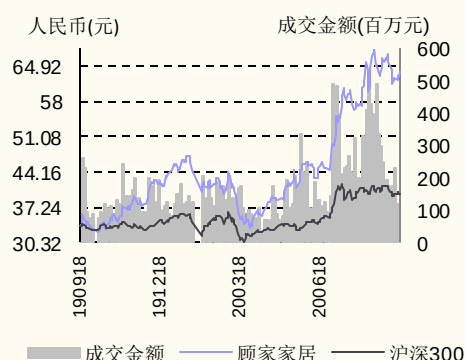


顾家家居 (603816.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 63.73 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.32
已上市流通 A 股(亿股)	6.22
总市值(亿元)	403.04
年内股价最高最低(元)	68.41/61.51
沪深 300 指数	4633
上证指数	3270

**无畏风浪，主动求变，软体龙头再出发****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,172	11,094	12,547	15,127	17,728
营业收入增长率	37.61%	20.95%	13.10%	20.56%	17.19%
归母净利润(百万元)	989	1,161	1,326	1,651	1,964
归母净利润增长率	20.29%	17.37%	14.16%	24.56%	18.94%
摊薄每股收益(元)	2.300	1.929	2.096	2.611	3.105
每股经营性现金流净额	2.35	3.52	2.15	3.18	3.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.15%	19.66%	19.36%	21.07%	21.79%
P/E	19.57	23.70	30.40	24.41	20.52
P/B	4.14	4.66	5.89	5.14	4.47

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **四维度持续发力打造龙头优势：**顾家家居成立至今已有近 40 年历史，2012 年率先引进职业经理人团队，公司以职业经理人团队为核心，从产品、品牌、渠道、供应链四个维度打造自身核心竞争力，扩大领先优势，逐步成长为行业龙头。2019 年营收规模突破百亿至 110.9 亿元，CAGR5 高达 24.7%；净利润达 12.2 亿元，CAGR5 为 20.0%。
- **行业稳步扩容，龙头份额迎来加速提升期：**2019 年我国软体家具市场消费规模已达 1578 亿，但我国软体家具行业仍有较大发展空间，预计 2025 年行业消费规模有望突破 2700 亿。驱动力：1) 虽然长期来看，新房需求景气度会有所下行，但旧房翻新需求逐步增加，一二线城市二手房成交套数占比现已分别超 60%、40%，翻新需求有望在老旧小区改造风潮之下加速释放逐渐成为主要驱动力，并且根据社科院预计我国城镇化率在未来 5 年稳步提升 5.5pct，有望带动软体家具渗透率进一步提升，两者共同驱动未来客户数的稳步提升。2) 大势所趋的消费升级叠加软体+定制融合将驱动客单价持续提升。行业逐步扩容的同时，新冠疫情、贸易战等外部冲击使得行业内外销集中度提升均迎来催化，龙头企业受益于前瞻布局有望加速发展期。
- **中短期β与α兼具助推公司快速增长：**1) 国内市场方面，未来 2-3 年国内市场将持续受益于竣工回暖与旧房更新需求释放，在此过程中，行业也将持续向大家居变革，行业面临洗牌。并且我们认为公司进行区域零售中心变革是确保未来门店继续下沉与加密、品类融合的关键一步，为公司持续发展奠定基础，未来几年有望迎来改革红利期。2) 国外市场方面，海外地产景气度提升驱动需求回暖叠加贸易战使得中小出口企业逐步退出，公司具备海外产能布局积极应对并加大开拓欧洲、澳洲等市场，有望加速获取海外市场。
- **长期来看，综合家居零售商有望诞生，进一步打开成长空间：**公司格局宏大，单品-空间-全屋-生活方式的发展路径清晰，有望突破软体家具成长限制并在获取更多流量的同时持续提升转单率，打开公司长期规模增长空间，推动公司逐步成为世界领先的综合家居零售运营商。公司从去年开始打造的顾家生活馆是向综合家居零售商迈进的初步探索，随着消费者需求与外部环境的逐渐变化，店态逐渐优化，综合家居零售商的终极表现形态也将到来。

投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 2.10 元、2.61 元和 3.11 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30.4/24.4/20.5 倍，考虑软体家居赛道稳步扩容且格局持续优化，公司龙头地位稳固，给予公司 2021 年合理估值 30 倍，对应目标价为 78.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复；国内招商进展不畅；北美以外地区拓展不畅；人民币升值；商誉减值；原材料大幅涨价；限售股解禁。

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 沙发业务：国内市场方面，受益于竣工回暖与旧房更新我们预计 2025 年国内沙发市场规模将扩容至 1010.7 亿元，CAGR6 达 8.2%。海外市场方面，有望受益于海外地产销售回暖市场规模继续扩容。尽管受到年初疫情以及中美贸易战影响，但公司受益于国内疫情较快管控叠加海外产能布局，内外销均较快回暖，且长期来看公司将持续受益于行业扩容并从受外部冲击更大的中小企业获取市场份额。内生方面，单价受益于消费升级我们预计 2020-2022 年将分别同比+4%/+5%/+5%，销量受益于国内沙发渗透率稳步提升叠加旧房更新增多带动整体需求增加预计 2020-2022 年分别同比+2.6%/+12.1%/+8.9%。此外，外延收入预计 2020-2022 年分别同比+8.2%/+14.5%/+7.2%。预计 2020-2022 年公司沙发业务总营收为 62.3/72.7/81.6 亿元，同比+6.8%/+16.7%/+12.3%。成本方面，未来两年 MDI、TDI 等原材料价格预计将会有小幅反弹，但近年来公司持续优化供应链，管控成本效果逐渐显现，故预计 2020-2022 年沙发业务毛利率仍将维持较高水平，为 35.7%/35.4%/35.3%。

2) 软床及床垫业务：国内软床及床垫市场渗透率仍然较低，并且市场较为分散，未来龙头企业成长空间巨大。随着公司产品矩阵的完善以及品类融合带来的连带率提升，软床及床垫销量有望较快增长，预计 2020-2022 年销量分别同比+32.6%/+28.5%/+23.4%，驱动 2020-2022 年营收达 26.0/33.5/41.5 亿元，同比+32.9%/+29.0%/+23.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年软床及床垫业务毛利率分别为 35.0%/35.3%/35.5%。

3) 定制家具：在消费者对一站式购齐需求不断提升的大背景下，公司将“大家居”确定为未来战略重心，定制家具成为重要一环。随着公司前端软件的持续优化，满足更多消费者个性化需求，公司定制家具业务有望持续高增，预计 2020-2022 年定制家具营收为 3.9/5.1/6.7 亿元，同比+15%/+30%/+30%。未来湖北黄冈 400 万方定制家具产能及杭州大江东“顾家定制智能家居”项目的投产将有效降低成本逐步抬高毛利率，我们预计 2020-2022 年定制家具毛利率为 35.7%/35.8%/36.3%。

4) 销售费用率预测：随着公司零售转型的推进，赋能经销商、建设信息化系统，“精耕细作”提升了各渠道经营效率。长期来看公司将有效控制销售费用，我们预计 2020-2022 年销售费用率为 18.7%/18.4%/18.3%。

5) 管理费用率预测：公司在金牌职业经理人团队领导下将继续提高管理效率，我们预计 2020-2022 年管理费用为 2.7%/2.6%/2.6%。

6) 研发费用率预测：产品研发设计能力是公司的突出优势，预计公司未来研发费用将更上一层楼以强化竞争壁垒。预计 2020-2022 年研发费用率为 1.89%/1.93%/1.90%，研发费用绝对值将达到 2.4/2.9/3.4 亿元。

■ 我们区别于市场的观点

- 1、我们认为城镇化率提升与旧房更新需求释放将驱动行业客户数稳步提升，消费升级+品类融合将驱动客单价进一步提升，两者共同驱动行业扩容的同时，新冠疫情、贸易战等外部冲击使得行业集中度提升迎来催化。
- 2、中短期来看，国内市场将持续受益于竣工回暖与旧房更新需求加速释放，并且行业正在向大家居变革，小品牌难以适应，而公司主动求变，建立区域零售中心，为之后渠道下沉与品类融合铺平道路，未来几年有望迎

来变革红利期。国外市场受益于海外地产景气度回升促使需求释放叠加贸易战等外部冲击优化出口格局，公司作为龙头企业拥有海外产能布局及全球市场拓展能力有望获取更多份额。

- 3、长期来看，公司格局宏大，单品-空间-全屋-生活方式的发展路径清晰，有望突破软体家具客单价空间并在获取更多流量的同时持续提升转单率，打开公司长期规模增长空间，推动公司逐步成为世界领先的综合家居零售运营商。

■ 股价上涨的催化因素

- 1、地产销售、竣工加速回暖；
- 2、中小企业退出，行业格局显著优化
- 3、海外疫情明显改善，外销业务回暖；
- 4、顾家双十一活动销售超预期。

■ 估值和目标价格

我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 2.10 元、2.61 元和 3.11 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30.4/24.4/20.5 倍，给予公司 2021 年合理估值 30 倍，对应目标价为 78.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

国内疫情反复；国内招商进展不畅；北美以外地区拓展不畅；人民币升值；商誉减值；原材料大幅涨价；限售股解禁。

内容目录

投资要件	2
1、四维度发力成就软体家具龙头	7
1.1、风雨四十载，终成软体家居行业龙头	7
1.2、三阶段清晰布局助推公司持续成长	8
1.3、四维度打造软体龙头壁垒	9
1.4、从财务指标对比看顾家龙头实力	14
2、行业逐步扩容，龙头份额进入加速提升期	16
2.1、近年来我国软体家具发展迅速，规模庞大	16
2.2、多重驱动力助推软体行业稳步扩容	16
2.3、行业集中度提升空间大，现已迎来催化	19
3、中短期： β 与 α 兼具助推公司加速成长	22
3.1、内销：竣工回暖、格局优化，享受行业机会	22
3.2、内销：渠道下沉+品类融合+零售改革助推公司稳步前行	23
3.3、外销：需求回暖+行业洗牌，龙头享受红利	26
4、长期：格局宏大，路径清晰，综合家居零售运营商有望诞生	27
5、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级	29
5.1、盈利预测	29
5.2、投资建议	30

图表目录

图表 1：顾家家居营收规模持续增长	7
图表 2：顾家家居净利润持续增长	7
图表 3：顾家家居各产品收入占比	7
图表 4：顾家家居历年 ROE (%)	7
图表 5：顾家家居历年内生营收（亿元）	8
图表 6：顾家家居历年内生利润（亿元）	8
图表 7：顾家家居发展史	8
图表 8：顾家家居收购进程	9
图表 9：收购标的业绩	9
图表 10：顾家家居职业经理人团队简介	9
图表 11：顾家家居产品矩阵	10
图表 12：顾家家居沙发升级路线图	10
图表 13：顾家家居存货周转率呈优化趋势	11
图表 14：2013-2018 年各原材料采购金额占比	11
图表 15：顾家家居全球产能布局	12
图表 16：顾家家居营销投入不断增加	13
图表 17：历年“816 全民顾家日”销售额（亿元）	13

图表 18: 床类产品 2015-2019 年营收快速增长.....	13
图表 19: 顾家床类产品毛利率远高于竞品.....	13
图表 20: 历年顾家自有品牌门店数量.....	14
图表 21: 营收增速对比.....	14
图表 22: 净利润增速对比.....	14
图表 23: 销售净利率对比.....	14
图表 24: 销售毛利率对比.....	14
图表 25: 销售费用率对比.....	15
图表 26: 管理费用率对比 (含研发费用)	15
图表 27: 应收账款周转率对比.....	15
图表 28: 存货周转率对比.....	15
图表 29: 经营活动产生的现金流量净额.....	15
图表 30: ROE 水平对比.....	15
图表 31: 中国历年软体家具市场规模及同比增速.....	16
图表 32: 中国历年城镇化率.....	17
图表 33: 一二线城市二手房成交套数占比.....	17
图表 34: 功能沙发市场“一超多强”.....	17
图表 35: 城镇人均可支配收入已超 4 万元.....	18
图表 36: 城镇人均非衣食支出增长较快.....	18
图表 37: 软体家具国内市场规模预测.....	18
图表 38: 历年国内床垫市场规模及同比增速.....	19
图表 39: 2019 年床垫龙头企业营收对比 (亿元)	19
图表 40: 2020 年中国前四大床垫市场份额 (测算)	20
图表 41: 2019 年 美国床垫行业集中度较高.....	20
图表 42: 历年国内沙发市场规模及同比增速.....	20
图表 43: 2019 年沙发龙头企业营收状况 (亿元)	20
图表 44: 国内沙发市场集中度较低 (测算)	20
图表 45: 美国沙发市场集中度.....	20
图表 46: 美国对床垫加征关税时间表.....	21
图表 47: 美国对我国床垫反倾销情况.....	21
图表 48: 床垫及寝具行业出口金额及增速.....	22
图表 49: 历年行业与头部企业床垫出口金额增速 (%)	22
图表 50: 销售竣工缺口较大 (亿平方米)	22
图表 51: 竣工与销售面积同比增速剪刀差正缩窄.....	22
图表 52: 电梯产量累计值及同比 (万台)	23
图表 53: 玻璃产量累计值及同比 (亿重量箱)	23
图表 54: 龙头品牌优势持续扩大.....	23
图表 55: 2019 年顾家家居国内业务结构.....	24
图表 56: 中国一二线城市分布.....	24

图表 57: 顾家家居、欧派家居门店数量对比.....	24
图表 58: 各线城市人口占比 (%)	24
图表 59: 顾家家居定制家具营收及增速.....	25
图表 60: 顾家家居床类产品营收及增速.....	25
图表 61: 顾家区域零售中心改革布局.....	25
图表 62: 各季度内生内销收入 (亿元)	25
图表 63: 美国新建住房销售回暖.....	26
图表 64: 美国成屋销售回暖.....	26
图表 65: 顾家家居境内外营收占比 (%)	26
图表 66: 顾家家居境外业务营收及增速.....	26
图表 67: 公司发展路径清晰.....	27
图表 68: 宜家强大供应链体系.....	28
图表 69: 顾家生活馆.....	28
图表 70: 顾家生活馆.....	28
图表 71: 业务拆分及收入预测.....	30
图表 72: 可比公司估值比较.....	31

1、四维发力成就软体家具龙头

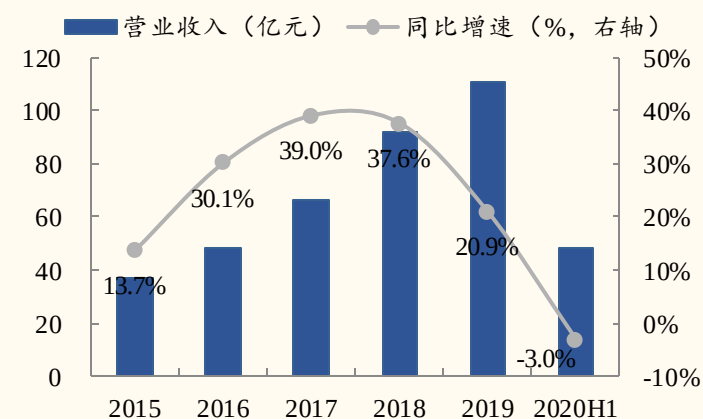
顾家家居成立至今已有近 40 年历史，2012 年率先引进职业经理人团队，从此迎来快速发展，2019 年营收规模突破百亿至 110.9 亿元，CAGR5 高达 24.7%；净利润达 12.2 亿元，CAGR5 为 20.0%。以职业经理人团队为核心，从产品、品牌、渠道、供应链四个维度持续深耕修炼内功，提高了公司的综合竞争实力，持续扩大自身优势，逐步成长为行业龙头。

1.1、风雨四十载，终成软体家居行业龙头

顾家家居作为专注于客餐厅、卧室软体家具产品的行业龙头，自 1982 年创立以来，公司以真皮沙发、布艺沙发、功能沙发三大沙发系列拳头产品为核心，不断扩充“大家居”产品矩阵，现形成了“顾家工艺”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“全屋定制”、“顾家天禧”七大产品系列，旗下拥有“LA-Z-BOY”、“宽邸”、“Natuzzi”等不同风格知名品牌，致力于满足消费者多元化的需求。公司目前共拥有 6000 余家品牌专卖店（含收购品牌），通过领先的营销网络布局以及卓越的产品质量打造了行业领先的品牌知名度，已顺利成为软体家具行业龙头企业。

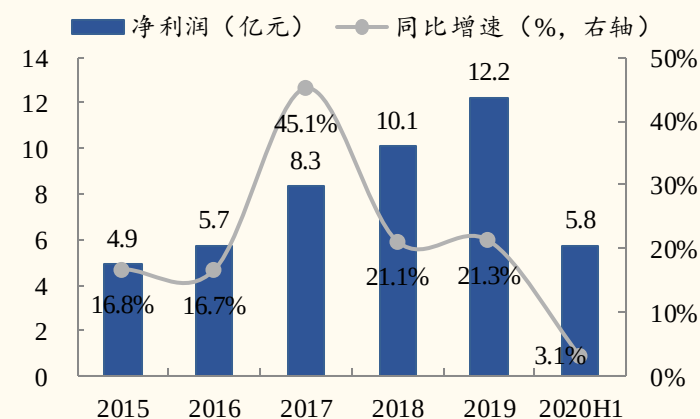
公司在 2016 年上市后，业绩持续增长，2019 年营收规模首次突破百亿达 110.9 亿元，CAGR5 高达 24.7%；净利润达 12.2 亿元，CAGR5 为 20.0%，内生利润在 19 年经历贸易战、20 年经历疫情的情况下仍保持正增长。整体来看，公司近年来均保持较高的盈利能力，ROE 基本维持在 22%。

图表 1：顾家家居营收规模持续增长



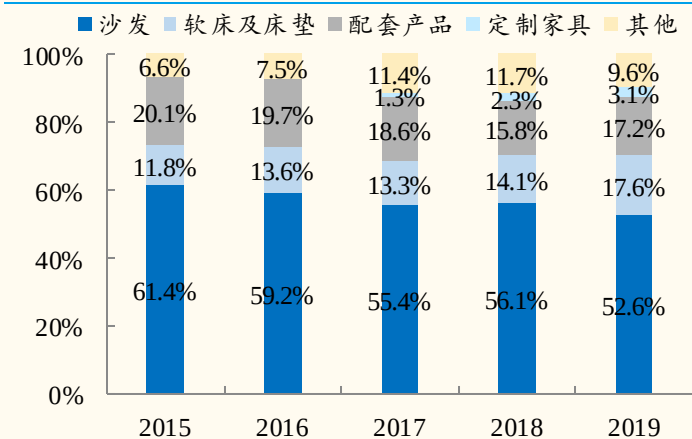
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：顾家家居净利润持续增长



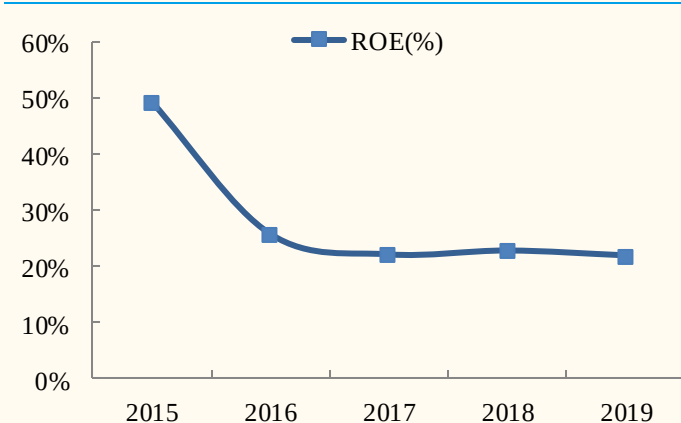
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：顾家家居各产品收入占比



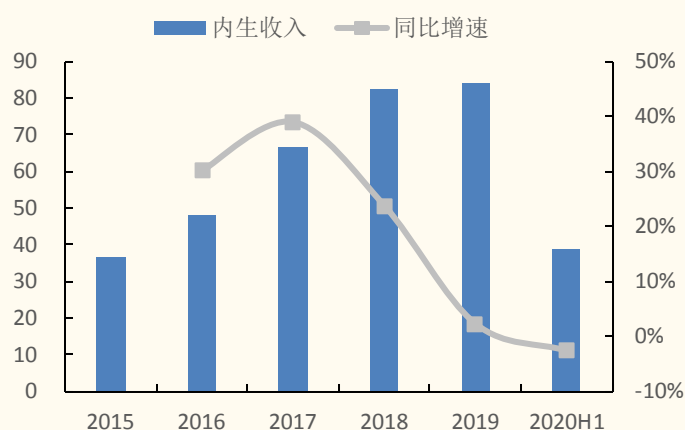
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：顾家家居历年 ROE (%)



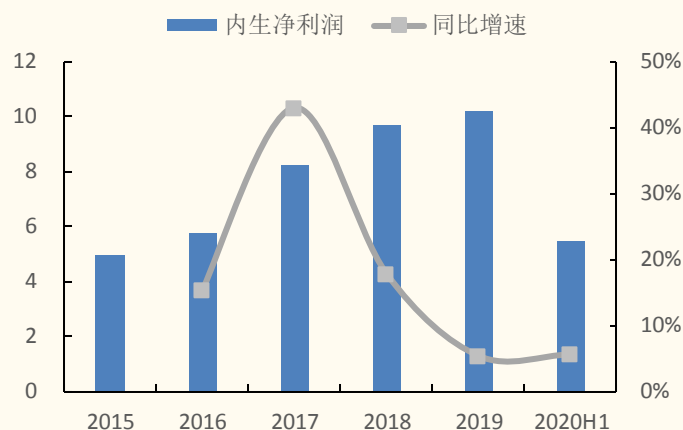
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：顾家家居历年内生营收（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 6：顾家家居历年内生利润（亿元）

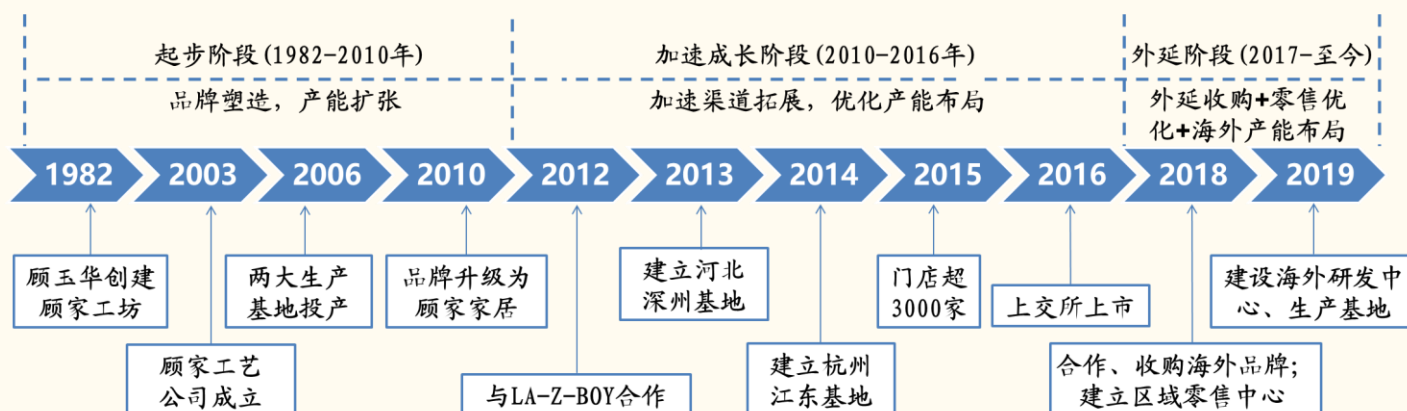


来源：国金证券研究所

1.2、三阶段清晰布局助推公司持续增长

回顾公司发展历程，顾家家居聚焦家具行业，不断发挥自身产品、品牌优势，打造大家居产品矩阵，同时积极进行全球布局以拓展市场、降低成本。自 1982 年成立至今，公司因时制宜调整战略，其发展历程可以划分为 3 个阶段：

图表 7：顾家家居发展史



来源：国金证券研究所

在经历了起步阶段（1982-2010 年）、加速成长阶段（2010-2016 年），顾家家居于 2016 年 10 月成功登陆上交所，此后加速全球布局，进入内生改革与外延扩张发展新阶段。从 2017 年后国内地产景气度有所下行，国外面临贸易战冲击，在这一内外部运营环境都相较之前艰难的情况下，公司积极应对，举措针对性较强，确保继续保持增长。外销方面，为应对中美贸易战冲击，公司完善全球产能布局，2019 年逐渐开拓越南、墨西哥生产基地，为海外业务增长提供后端制造保障。内销方面，随着电商渠道逐渐兴起，公司从 2018 年开始连续两年冠名“天猫双 11 狂欢夜”以切入线上渠道。并且公司从 2018 年下半年开始设立区域零售中心，开启零售优化，并且公司加快终端信息化建设以赋能经销商，提高渠道经营效率，提升终端零售竞争力。

外延方面，2018 年起公司分别联手意大利家居品牌 Natuzzi 成立合资公司、收购定制家具品牌“班尔奇”、德国家居品牌 Rolf Benz、美式家具品牌“宽邸”、出口床垫品牌“玺堡”，增强了集团产品力、品牌力。虽然客观来看，目前收购品牌与主品牌间的协同效应仍未显现，还需时间整合，但部分高端品牌具备成长基础，例如纳图兹相对高端定位较好的弥补了主品牌顾家在高端沙发领域的空缺。

图表 8：顾家家居收购进程

收购披露时间	被收购方	顾家持股	出资额	备注
2018.1.10	纳图兹贸易（上海）有限公司	51%	5.06 亿元	与纳图兹合资经营
2018.1.18	班尔奇家具	60%	0.56 亿元	定制家居品牌，门店超 530 家
2018.3.1	Rolf Benz AG &KG	100%	3.20 亿元	德国第一软体品牌
2018.4.17	廊坊爱依瑞斯家具	19%	1.216 亿元	高端布艺沙发，门店超 1000 家
2018.7	优先家居	100%	2.01 亿元	主营沙发出口
2018.8	宽邸家具	100%	0.51 亿元	全品类美式家具
2018.11.13	玺堡家居	51%	4.24 亿元	19-21 业绩承诺营收 10/11/12 亿元以上，净利 5500/6500/7500 万元以上

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：收购标的业绩

收购品牌	并表时间	业绩承诺	营收（亿元）		
			并表起至 2018 年底	2019	2020H1 预计
纳图兹	2018/8	-	1.2	4	1.4
班尔奇家具	2018/4	-	0.8	1.3	0.2
Rolf Benz AG &KG	2018/6	-	3.2	5.6	2.6
优先家居	2018/7	-	3.1	5.9	2.1
宽邸家居	2018/11	2018 年净利润为正	0.3	1.5	0.4
玺堡家居	2018/12	19-21 年营收 10/11/12 亿元以上，净利润 0.55/0.65/0.75 亿元以上	0.65	8.1	2.9

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、四维度打造软体龙头壁垒

选贤用能充分放权，四维度修炼内功打造软体家居龙头。顾家家居一直致力于人才队伍建设，充分认识到随着公司业务的不拓展，吸收多元化专业人才对高效管理全价值链的决定性作用。2012 年公司率先推行职业化管理，引进包括李东来、刘春新等具备丰富行业经验的职业经理人团队，并充分信赖、大胆放权，股权绑定稳固高管团队，形成了独具“顾家”特色的人力资源体系。管理团队之间的协同配合和专业互补，有效提升了顾家家居对市场变化的快速反应能力，并从产品、品牌、渠道、供应链四个维度持续深耕修炼内功，提高了公司的综合竞争实力，持续扩大公司龙头优势。

图表 10：顾家家居职业经理人团队简介

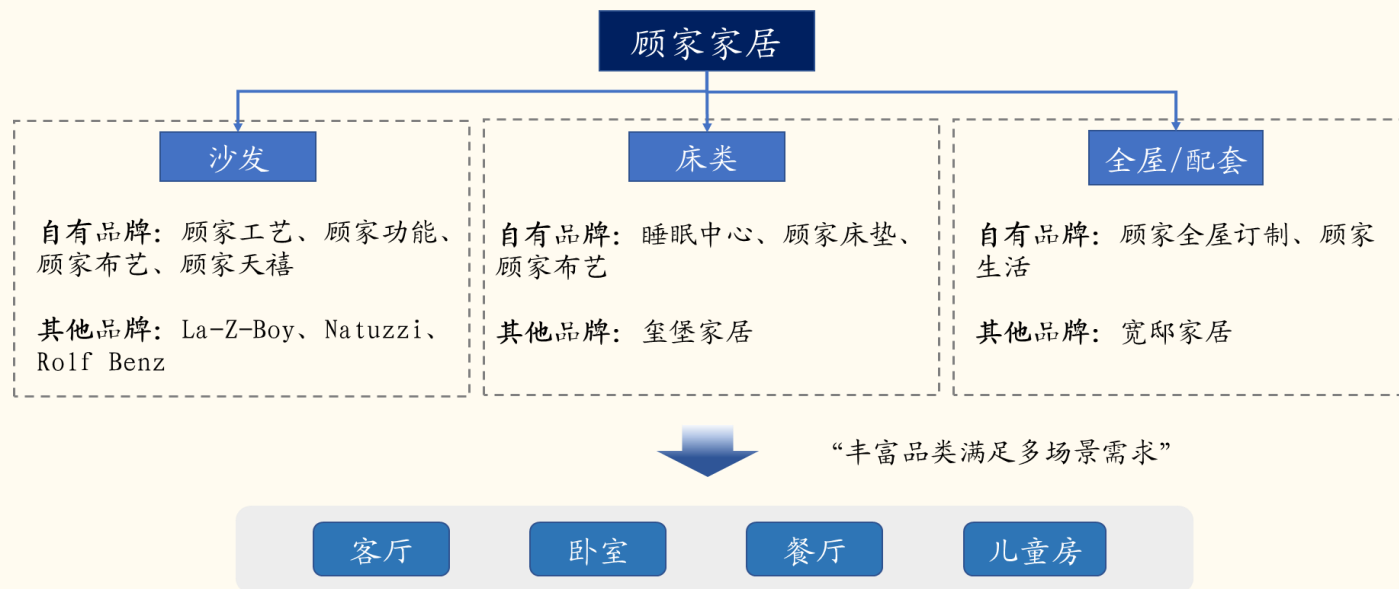
姓名	职位	重点履历
李东来	董事兼总裁	历任广东美的电器股份有限公司副总裁，AMT 集团（上海企源科技有限公司）首席执行官
王威	副总裁	历任顾家工艺副总经理、庄盛家具副总经理
吴汉	副总裁	历任中国农业银行浙江省分行国际部总经理助理，顾家工艺副总经理，庄盛家具副总经理兼财务负责人
刘春新	副总裁/财务负责人	历任深圳大华天诚会计师事务所高级经理，海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁
刘宏	副总裁	历任浙江银泰百货营业部总监、总经理助理，海龙家私业务经理，顾家工艺销售总监、副总经理，庄盛家具副总经理
李云海	副总裁	历任美的集团空调事业部营运发展部总监、美的集团制冷家电集团营运管理部总监、美的集团冰箱事业部总裁助理、顾家家居总裁助理
廖强	副总裁	历任广东美的集团分公司总经理，青岛海尔空调事业本部本部长助理兼华南、西南大区总监，深圳中建担保集团总裁，宁波奇帅电器总经理
欧亚非	副总裁	历任美的制冷家电集团区域销售公司总经理、顾家家居软床经营部总经理、卧室产品事业部总经理、国内营销事业部总经理

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3.1、产品矩阵完善，强大研发支撑快速迭代

以拳头产品休闲沙发为立足点，顾家家居产品矩阵现已囊括软体全品类并也已加入定制家具，以丰富的品类矩阵满足消费者多元化与一站式采购的需求。在稳步发展主打现代简约风格的中高端主品牌“顾家家居”的基础上，公司通过合作或收购旗下已拥有众多不同档次品牌布局，品类丰富的同时，各档次的布局全面丰富产品矩阵。

图表 11：顾家家居产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

坚持原创设计为主，持续产品迭代推陈出新，打造产品壁垒。为提高产品竞争力以应对中长期市场竞争，顾家家居建立了以市场需求为导向的设计研发机制，形成了以原创设计研发为主，与国际知名设计师合作为辅的设计研发运作模式。公司组建了牛皮、面料、功能铁架、部件功能、电机和驱动、产品结构、包装设计七大技术平台，持续投入研发，强大的研发设计实力让公司能够不断推陈出新，迭代升级产品，满足消费者多样化需求，打造出坐感舒适的君逸时光、专为 8090 后打造的星逸时光、满足健康需求的风驰幽谷等产品系列。2020 年上半年，公司获得外观设计专利、实用新型专利及发明专利共计 200 余项，完成新产品近千款，持续的迭代出新对于公司的供应链有较高要求，中小品牌必然将在这方面被拉开差距。

图表 12：顾家家居沙发升级路线图

系列	新品系列	工艺理念
2019	风驰幽谷	附带空气净化装置，满足人们健康需求
2018	星逸时光	基于生活大数据，专为 8090 打造的梦想沙发
	君逸时光	3C 舒适坐感系统
2017	梦立方	葛优躺功能架、无限制自由组合
	“能量舱炫酷版”	“从大数据跑出来”的新品，开启 C2B 模式
2016	悠然时光	坐感 1.0 版本
	自由海岸	时尚外观及多元化组合

来源：公司公告，国金证券研究所

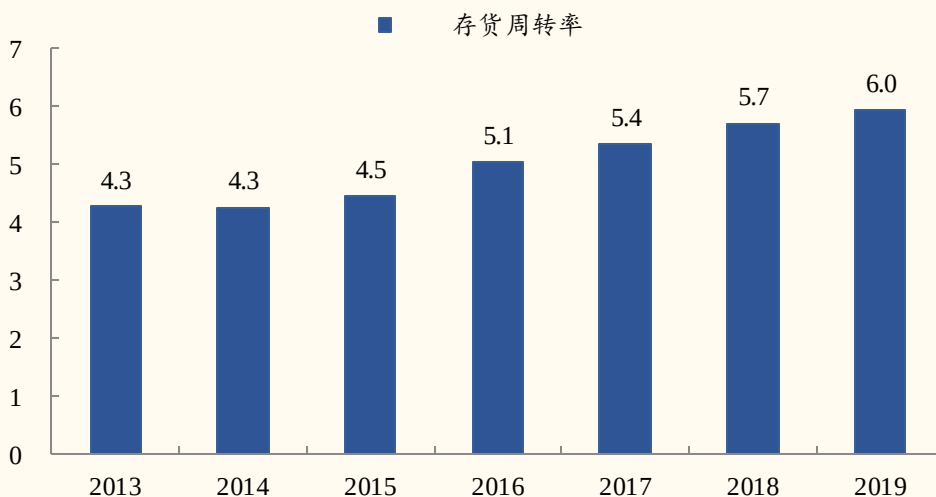
1.3.2、供应链持续优化，确保行业领先地位

顾家家居围绕供应链改革的战略目标，稳步推进运营效率提升和成本控制。公司力促业务变革，通过计划、订单职能搭建，上线了订单管理 OMS 系统。同时通过订单全价值链流程优化、OTW 建设及融合等举措，有效打通信息链路，

提升流程运营能力。顾家家居还开展建设了黄冈基地自动化立体仓，有效提升了物流品质和供应链灵活性。供应链体系软硬件的全面优化有效提升了公司供应链运营能力，促进存货周转率稳步提升，并且通过优化供应链重要环节以节约成本。

并且 2019 年公司与华为达成合作，未来将在供应链中台，供应链数字化、服务化方面进行更深层次的供应链数据研究与体系构建，向着更为精细化管理的流程型、数字型供应链迈进，支撑公司长远发展。

图表 13：顾家家居存货周转率呈优化趋势

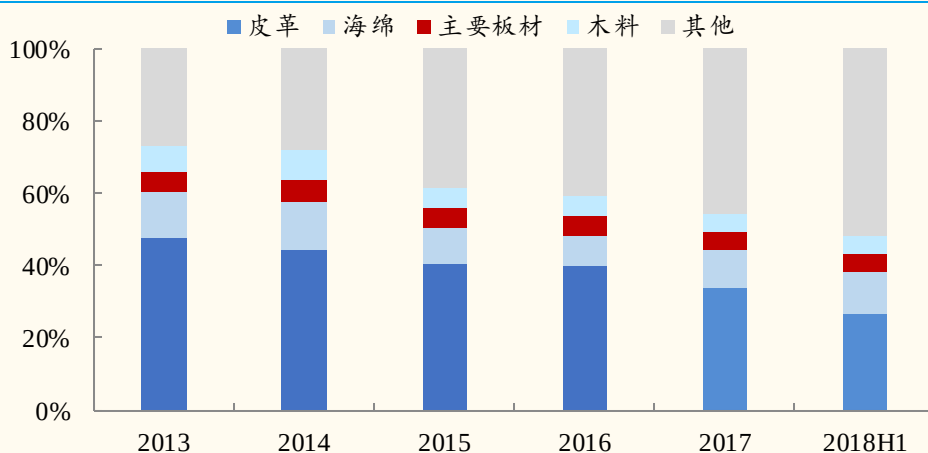


来源：Wind，国金证券研究所

上游原材料采购方面，对于牛皮、海绵、木材、面料布、重要部件等原材料采取战略合作模式下的集中采购；辅料、包装、标准五金件等原材料采取招标模式下的竞价采购。两种科学合理的采购模式使得公司在确保原材料及时供应的同时，有效管控了采购成本。

公司不仅在采购模式上对于成本进行有效管控，而且在历年原材料采购占比较大的海绵领域也有直接布局（海绵占比多年来占采购金额的比例维持在 10%左右）。顾家家居拥有圣诺盟海绵 40%股权，而圣诺盟海绵多年以来一直是公司原材料前五大供应商。顾家家居对于圣诺盟海绵的持股一方面有利于海绵采购成本的控制，另一方面也有利于海绵材料的质量把控。公司还持有玺堡家居 51% 的股权，由于玺堡家居具备海绵和乳胶的生产能力，顾家家居可借此实现产业链纵向延伸，继续加大了对海绵材料端的布局。

图表 14：2013-2018 年各原材料采购金额占比



来源：公司公告，国金证券研究所

生产端方面，公司已实现产能全球化布局，显著提升生产、运输效率。公司坚持以自产为主、外协生产为辅，其中沙发、床类产品等主打产品基本为自制。公司在国内拥有“华东+华北+华中”三大基地，海外方面，顾家家居战略性将产能布局到劳动力成本较低、原材料充足的越南、墨西哥，以应对贸易战及反倾销的冲击。截止 2020 年 6 月底，嘉兴工厂、黄冈基地、定制工厂、越南基地正处于稳步建设中，工程进度分别为 79.6%、38.0%、25.0%、40.0%。公司目前的产能区位优势较好的提升了运输效率，为全球销售提供保障，并且公司也进一步从生产效率方面入手降低成本，围绕“单位面积产值”、“单位工资产值”、“人均产值”、“标准工时达成率”四个维度进行考核，追求精益改善。

图表 15：顾家家居全球产能布局

项目	主营产品	计划产能	开工时间	预计投产时间	预计达纲时间
国内产能					
顾家定制智能家居制造项目	定制家居	1000 万方	2019Q3	2021Q1	2026 年
嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目	软体家具	80 万套	2017.9	2022Q3	2024 年
华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目	定制家具&软体家具	60 万套+400 万方	2018.7	2019 年底	2022 年
江东（97 万标准套软体家具募投项目）	软体家具	97 万套		2018 年底	2022 年
浙江杭州下沙工厂	软体家具	48 万套	已达产	-	-
河北深州工厂	软体家具	100 万套	已达产	-	-
海外产能					
越南基地年产 45 万标准套软体家具产品项目	软体家具	45 万套	一期：2020Q1 二期：2020Q3	一期：2020Q4 二期：2021.12	2024 年
马来西亚工厂	软体家具			2019.3	
墨西哥制造基地华富山一期	软体家具		2019.11	2020.7	

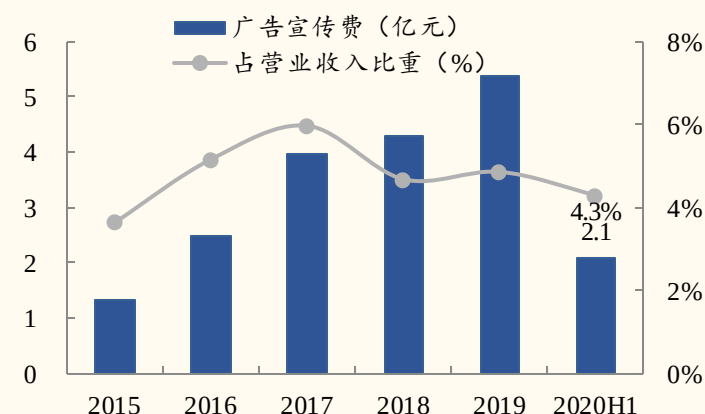
来源：国金证券研究所

1.3.3、稳步推进持续强化品牌力

顾家家居深刻认识到品牌建设对业务发展的重要性，加大营销投入打造品牌内涵，强化全网营销能力精准迎合消费者需求，实现碎片流量的高效引流和转化。顾家家居品牌打造分为四步有序推进：（1）前期积极参加国内外家具展吹响品牌化塑造号角，直观的展现公司品牌形象。（2）电视广告+影视植入+明星代言助力顾家品牌传播。2012 年后公司开始在央视进行投放广告，并且开始进行影视植入，此外，而公司的代言人从张学友到邓超，都深受消费者喜爱与热捧，代言人形象也与公司长期倡导的“因为顾家所以爱家”的品牌理念十分契合推动品牌美誉度进一步提升。（3）创建“8·16 全民顾家日”持续传递品牌理念。公司从 2014 年开始已连续七年举办“816 全民顾家日”活动，在 2020 年 816 活动期间帮助公司激活全国 5000 余家门店实现 25.36 亿元零售总额，同比增长 50.4%，“816”已顺利成为全国性购物节。通过成功的营销创新，打造全国性大型购物节拉动淡季销售，顾家家居品牌营销已逐渐呈现正循环反馈，而这却是中小品牌很难实现的营销策略。（4）首创家居服务品牌“顾家关爱”，用优质的服务进一步提升顾家家居品牌形象。这一举措让顾家消费者享受到更加优质的售后服务，无疑将大幅提升顾家家居品牌形象。此外，公司也跟随市场趋势，把握线上流量，连续冠名双十一晚会，提升全渠道品牌知名度。

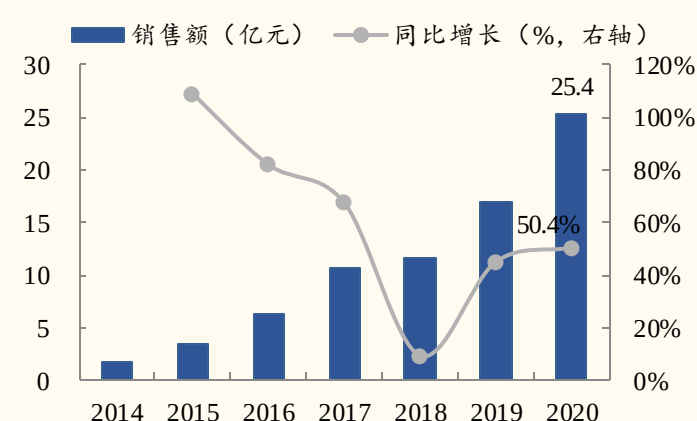
通过全域品牌营销，顾家家居发挥自身品牌、规模优势，全渠道获取流量，进一步抢占零售市场。此外，公司还组建了品牌市场管理委员会，对公司品牌及主要竞品的舆情、品牌动态、市场活动进行实时监控，助力顾家家居更好推动品牌营销。

图表 16：顾家家居营销投入不断增加



来源：公司公告，国金证券研究所

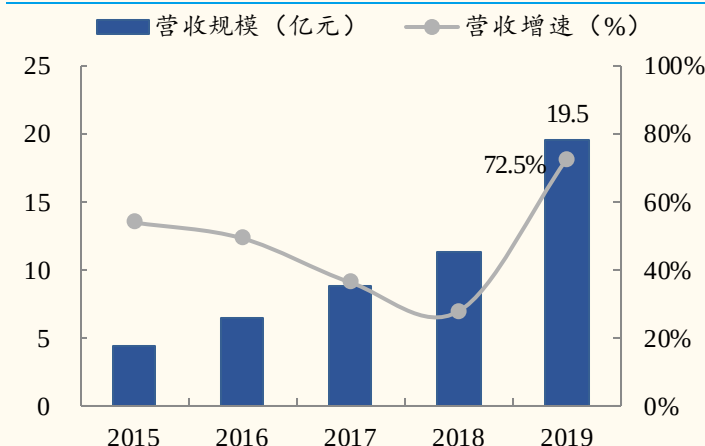
图表 17：历年“816 全民顾家日”销售额 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

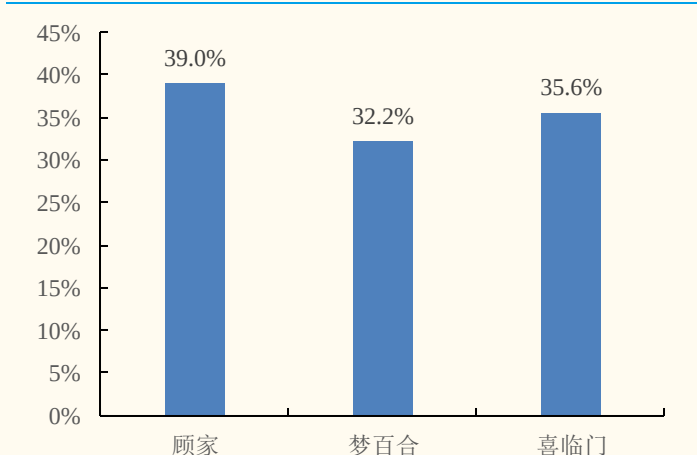
随着顾家家居品牌逐渐深入人心，除了拳头产品休闲沙发外，公司的床类产品、餐椅、配套产品等也取得了快速发展。特别是软床与床垫产品，2015-2019 年该类产品营收年复合增长率高达 35.0%，2019 年床类产品营收已达 19.5 亿元。品牌的打造不仅使得其他品类产品营收借势大幅增长，更使得这些品类拥有很高的品牌溢价，其中床类产品 2018 年内生销售毛利率达 39.0%，远高于主营床垫的梦百合、喜临门。（由于 2019 年玺堡并表后内生床类产品毛利率无法拆分，故选用 2018 年对比）

图表 18：床类产品 2015-2019 年营收快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：顾家床类产品毛利率远高于竞品



来源：Wind，国金证券研究所

1.3.4、渠道布局先发优势明显

线下渠道作为公司主要收入来源，截止 2019 年底，公司在线下已经拥有 4518 家自有品牌门店，其中经销门店占比超过 98%，相较于芝华仕截止至 2020 年 3 月底的 2874 家门店，顾家在渠道布局方面明显具备先发优势。并且公司在快速发展过程中，为渠道顺利拓展做出了十分正确的战略部署——携手红星美凯龙，参股居然之家。2018 年公司两次入股居然之家，两次投资后，累计持有居然之家 1.65% 股权。这些战略部署使得公司此后新开店可在卖场中获得相对于竞品更有利的位置，为公司的线下渠道拓展铺平了道路。

为顺应电商流量增加，公司在线上渠道也开始加紧布局，公司多年来十分注重全渠道无差别的体验与服务打造，并且从 2018 年开始连续两年冠名双十一天猫晚会，打响品牌的同时，为此后线上渠道发力奠定基础。

图表 20：历年顾家自有品牌门店数量

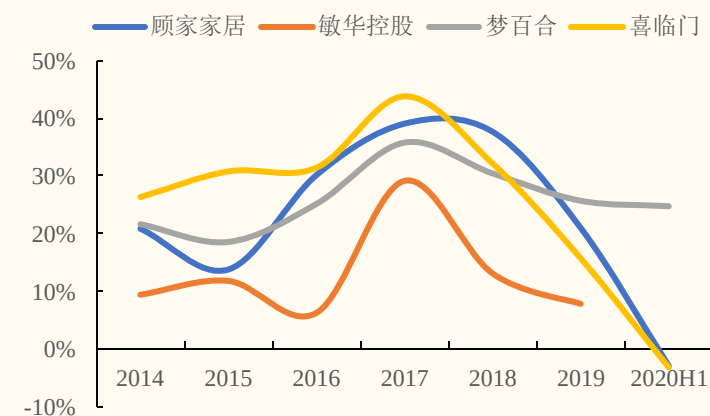
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
门店总数	2380	2636	3049	2913	3078	4222	4518
直营店	161	233	240	201	188	207	84
经销店	2219	2403	2809	2712	3266	4015	4434

来源：公司年报、国金证券研究所

1.4、从财务指标对比看顾家龙头实力

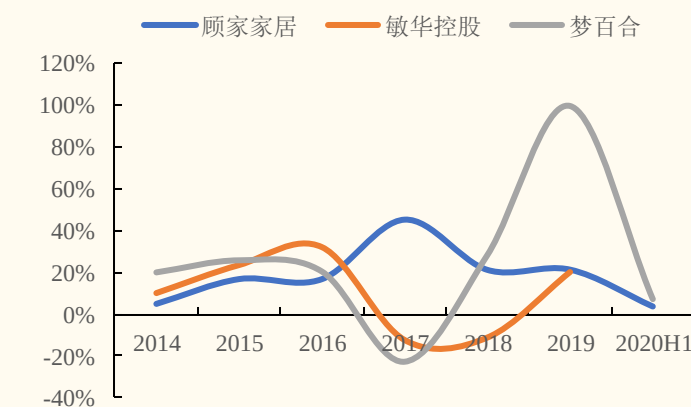
从与各家营收、净利润增速对比来看，顾家家居在业内处于领先地位，并且在受地产景气度压制的 2018-2019 年，仍然取得了高于大部分同行的增长，今年在受疫情影响下上半年净利润仍然取得正增长，一定程度上体现了龙头韧性。

图表 21：营收增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

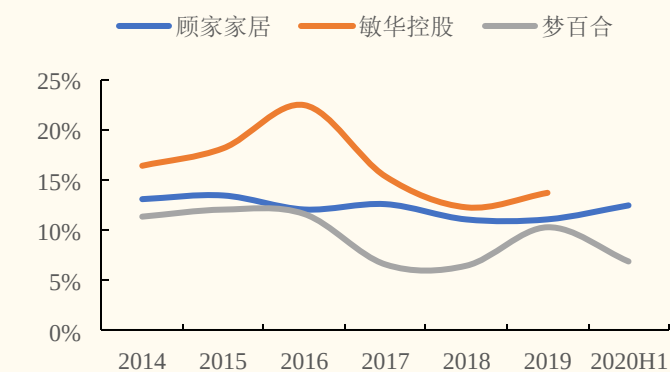
图表 22：净利润增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

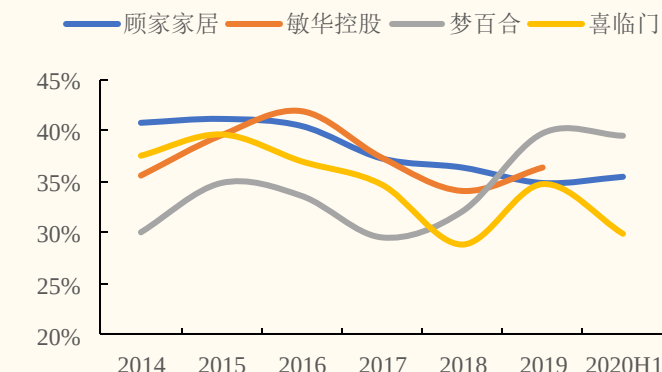
从与软体几家上市企业对比来看，顾家家居依托较强的品牌溢价其毛利率在业内领先，近年来毛利率有所下降主要由于结构性原因，低毛利的外销业务收入占比有所提升。虽然毛利率有所下降，但公司费用管控较为优异并且随着品牌知名度达到一定高度后，其广宣投入可减少，销售费用率近年来呈现稳步下降趋势，助推公司净利率基本保持稳定，与业内其余公司相比其波动最小。

图表 23：销售净利率对比



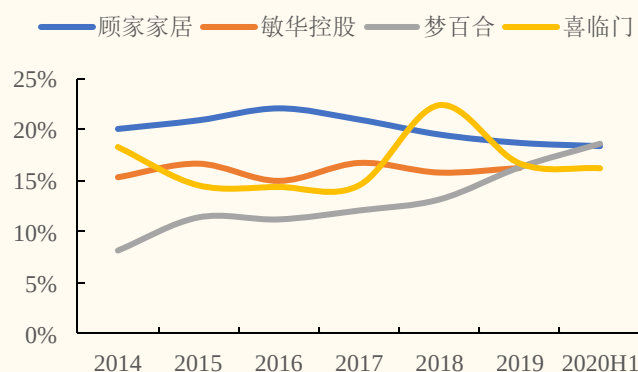
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：销售毛利率对比



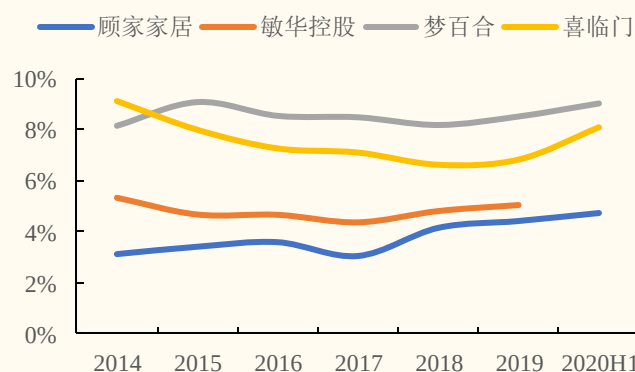
来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：销售费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

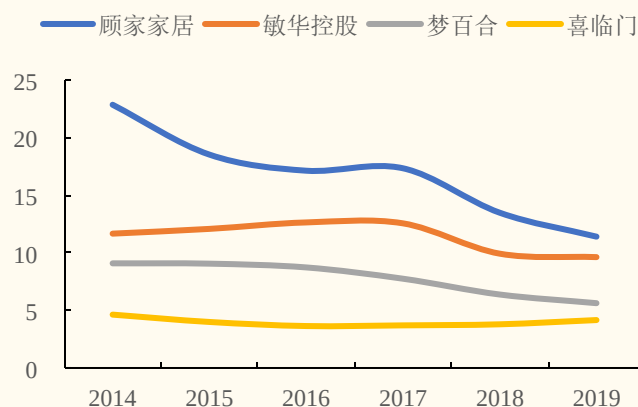
图表 26：管理费用率对比（含研发费用）



来源：Wind，国金证券研究所

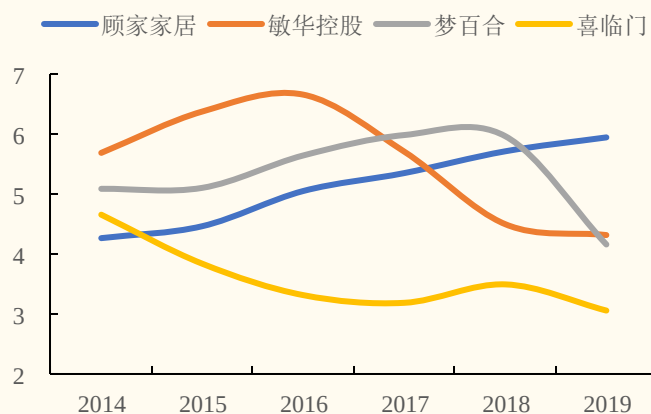
顾家家居应收账款周转率明显领先同行，一定程度上表明公司依托较强的品牌力与产品力对于渠道的话语权较强。并且随着公司对于供应链的持续优化叠加自身爆款产品的增加，存货周转率持续提升，目前也已处于业内较高水平。也正是基于周转的优异，公司现金流除 2018 年因收购步伐太快而导致下降外，整体一直处于稳中有升态势，并且处于业内领先地位。

图表 27：应收账款周转率对比



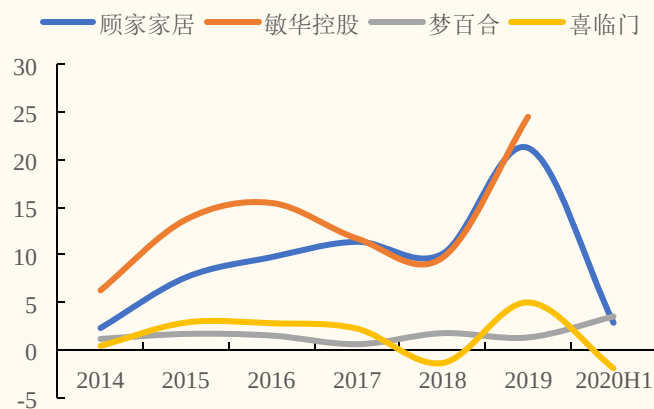
来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：存货周转率对比



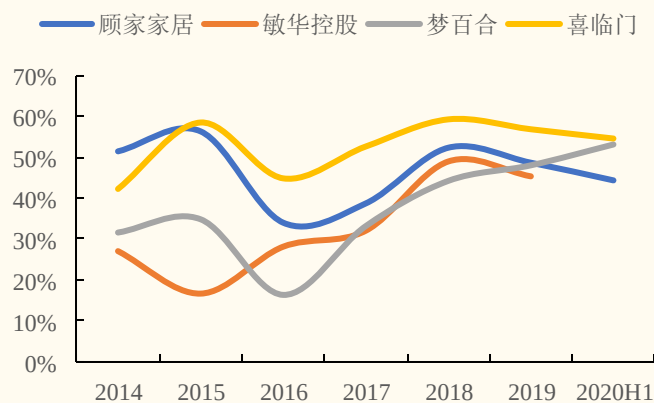
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：经营活动产生的现金流量净额



来源：国金证券研究所

图表 30：ROE 水平对比



来源：国金证券研究所

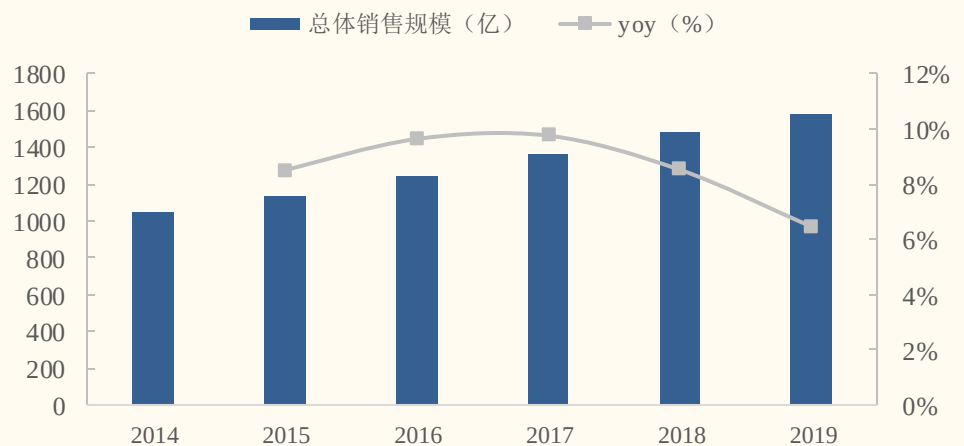
2、行业逐步扩容，龙头份额进入加速提升期

2019 年我国软体家具市场消费规模已达 1578 亿，但我国软体家具行业仍有较大发展空间，预计 2025 年行业消费规模有望突破 2700 亿。驱动力来源：（1）虽然长期看一手房装修需求景气度有所下行，但由于我国从第一批商品房交付到现在已有 30 多年历史，旧房翻新需求体量逐步增加，正成为主要驱动力，旧房更新需求有望在老旧小区改造风潮之下加速释放，并且根据社科院预计我国城镇化率未来 5 年稳步提升，软体家具渗透率有望因此进一步提升，两者共同驱动未来客户数的稳步提升。（2）我国 2019 年人均可支配收入已突破 4 万元，并且居住相关支出增长率达 8.4%，居民对居住体验要求提升，家具消费升级大势所趋叠加多品类融合将驱动客单价持续提升。行业逐步扩容的同时，新冠疫情、贸易战等外部冲击使得行业内外销集中度提升均迎来催化，龙头企业受益于前瞻布局有望加速提升份额。

2.1、近年来我国软体家具发展迅速，规模庞大

我国软体家具市场近年来持续扩容，根据 Euromonitor 统计，截至 2019 年国内行业消费规模为 1578.3 亿元，2015 至 2019 年 CAGR5 为 6.8%。此外，根据 CSIL 统计，我国软体家具生产能力与产值已位居世界首位。

图表 31：中国历年软体家具市场规模及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2、多重驱动力助推软体行业稳步扩容

虽然目前我国软体家具行业规模已较大，但在多重因素的作用下，软体家居行业仍具备客户数和客单价同步提升的基础，驱动软体家具行业持续扩容。

客户数方面，一方面从地产层面来看，虽然长期看一手房装修需求景气度有所下行，但由于我国从第一批商品房交付到现在已有 30 多年历史，旧房翻新需求体量逐步增加，并且我国近年来持续进行老旧小区改造加速了这部分需求的释放速度，整体装修需求稳中有升。另一方面，随着城镇化率与居民收入的提升，软体家具渗透率有望持续提升，助推客户数稳步增长。

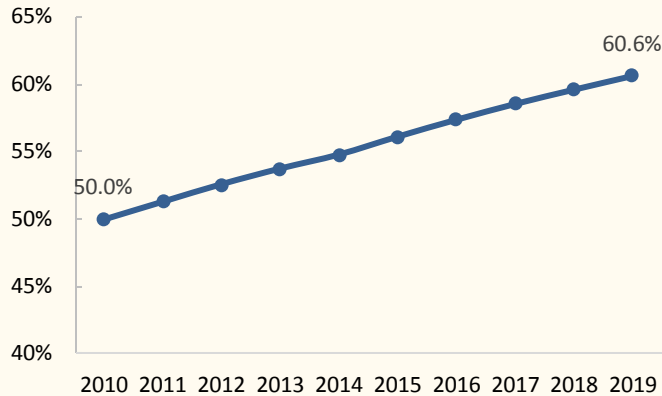
客单价方面，近年来消费者需求随着国民经济增长不断升级，不仅对更强调产品质量，也对全屋产品风格有要求，这将直接或间接提升客单价。直接提升的路径是消费升级，顾客渴望购买更加优质、昂贵的商品来改善家居环境，这也反映在我国消费者在居住方面的消费开支的逐渐提升上。间接角度看，厂商通过扩充产品品类不仅能有效满足消费者一站式需求，还能通过套餐、满减折扣等手段提高连带率，进而提高客单价。

2.2.1、旧房翻新需求释放+渗透率提升驱动行业扩容

随着中国经济与房地产行业近 20 年来的高速发展，我国逐步迈入存量房时代，尤其一二线城市更为明显，北京、深圳 2019 年二手房成交套数占比已超 65%，旧房翻新需求逐渐成为重要驱动力。此外我国近年来持续进行老旧小区改造，

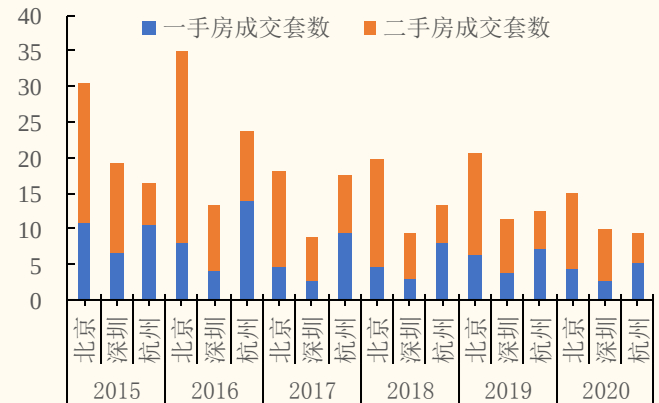
使得旧房更新需求的加速释放，这部分需求释放有望逐渐成为行业扩容核心驱动力（后文将详细测算）。同时，中国 2019 年城镇化率已突破 60%，根据中国社科院发布的《中国农村发展报告 2020》预计，2025 年中国的城镇化率将达到 65.5%，保守估计新增农村转移人口在 8000 万以上。城镇化率的提升带动城镇人口的快速增长叠加居民收入水平的提升，有望驱动软体家具行业渗透率进一步提升，从而带动行业稳步扩容。

图表 32：中国历年城镇化率



来源：wind，国金证券研究所

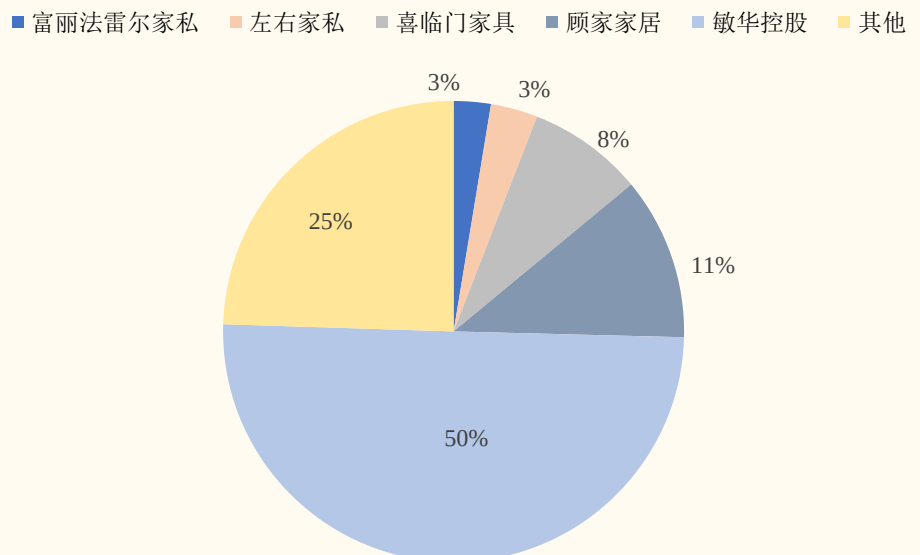
图表 33：一二线城市二手房成交套数占比



来源：Wind，国金证券研究所 注：2020 年数据截至 9 月 16 日

在细分品类中功能沙发集中度高而渗透率较低，未来发展潜力巨大。在沙发产品中，功能沙发市场集中度较高，因为：1）功能沙发对核心功能架、电机等性能要求更高，具有技术壁垒。2）消费者购买功能沙发更注重功能性、舒适性，因此倾向于购买品牌产品。目前功能沙发市场呈“一超多强”格局，敏华控股的市占率达 50%，顾家家居凭借其自身的“四维”优势，正不断提升功能沙发竞争力从而逐渐扩大其市场份额。

图表 34：功能沙发市场“一超多强”



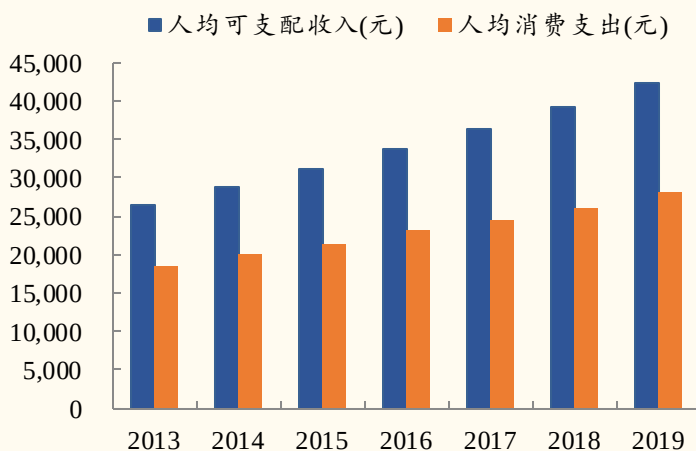
来源：敏华公告，国金证券研究所

2.2.2、消费升级叠加品类融合驱动行业扩容

随着国民经济的持续发展，我国居民消费升级需求日益强烈，直接带动家具企业客单价提升。2019 年我国城镇居民可支配收入已突破 4 万元，同时我国城镇人均消费支出也已近 3 万元。经济水平的改善使得消费者追求更优质的居住环境、使用更高端的家具产品。横向比较，2019 年居民居住相关支出增长率为

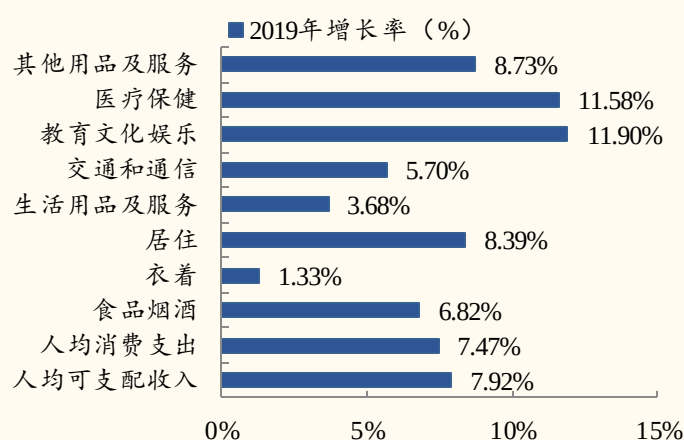
8.4%，仅次于医疗、文教，证明消费者改善居住环境的需求十分强烈，为家居行业的消费升级奠定基础。

图表 35：城镇人均可支配收入已超 4 万元



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 36：城镇人均非衣食支出增长较快



来源：国家统计局，国金证券研究所

扩充产品品类，进一步提高客单价。面对消费者不断增长的升级需求以及对产品风格协调的追求，行业龙头公司正不断扩充产品品类满足消费者一站式需求，“大家居”逐渐形成趋势。顾家家居积极开拓布艺产品作为增长品类，打造高、中、低产品梯队。形成了囊括皮沙发、功能沙发、布艺沙发、软床、床垫、全屋定制、红木成品家居的丰富品类矩阵，满足广大消费者的需求。品类扩充及连带率的提升，有效提高了终端门店的消费客单价。

2.2.3、我国软体家居行业未来几年需求加速释放

旧房翻新、消费升级与品类扩充有效驱动了我国软体家居需求稳步提升，我国软体家具行业空间广阔，并且受益于未来几年新房交付的增加，2020-2022 年需求景气度有望进入上行期。本文通过沙发、软床和床垫三个细分市场的规模测算来预估软体行业整体规模。根据测算，未来 5 年软体家具行业 CAGR5 为 9.5%，2025 年国内整体规模将有望突破 2700 亿元。

我们依托现房销售和期房销售面积，并假定单套新房平均面积为 90 平米、期房自销售起两年后交房来预测当年一手房装修套数，并且通过假设沙发、软床、床垫的更换周期，从而得出当年旧房中的更新需求。在此基础上假设渗透率稳定提升，得出当年销售量。此外通过淘数据历史价格走势确定未来合理销售单价，从而最终确定整体市场的规模。

图表 37：软体家具国内市场规模预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅现房销售面积（万平方米）	18,215	16,394	15,574	14,795	14,056	13,353	12,685
增长率	-21.50%	-10%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
两年前期房销售面积（万平方米）	113,545	124,725	131,929	125,333	124,079	121,598	119,166
增长率	8%	10%	6%	-5%	-1%	-2%	-2%
当年一手房装修面积（万平方米）	131,760	141,118	147,503	140,128	138,135	134,951	131,851
单套房平均面积（平方米）	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数（百万）	14.6	15.7	16.4	15.6	15.3	15.0	14.7
7 年前住宅竣工套数（百万）	10.4	11.2	11.1	12.9	12.6	13.1	14.3
10 年前住宅竣工套数（百万）	7.9	6.8	9.3	10.4	11.2	11.1	12.9
沙发市场							
沙发渗透率	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%
沙发更换周期(年)	7	7	7	7	7	7	7
当年消费户数（百万）	20.3	21.9	22.6	23.5	23.2	23.4	24.3

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
每户套数	1	1	1	1	1	1	1
当年总套数 (百万)	20.3	21.9	22.6	23.5	23.2	23.4	24.3
单价	3100	3255	3418	3589	3768	3956	4154
价格增长率 (%)		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (百万元)	62840	71358	77099	84201	87409	92759	101068
软床市场							
软床渗透率	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%
软床更换周期	10	10	10	10	10	10	10
当年消费户数	7.2	7.6	9.3	9.9	10.6	11.0	12.1
每户套数	2	2	2	2	2	2	2
单价	2650	2782.5	2922	3068	3221	3382	3551
价格增长率 (%)		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (百万)	38212	42449	54111	60515	68460	74194	86005
床垫市场							
床垫渗透率	63%	64%	65%	66%	67%	68%	69%
床垫更换周期	7	7	7	7	7	7	7
当年消费户数	15.8	17.2	17.9	18.8	18.7	19.1	20.0
每户套数	2	2	2	2	2	2	2
单价	1550	1628	1709	1794	1884	1978	2077
价格增长率 (%)		5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (百万)	48876	56035	61115	67361	70559	75540	83021
总规模(亿元)	1499	1698	1923	2121	2264	2425	2701
增长率 (%)		13.3%	13.2%	10.3%	6.8%	7.1%	11.4%

来源：国金证券研究所

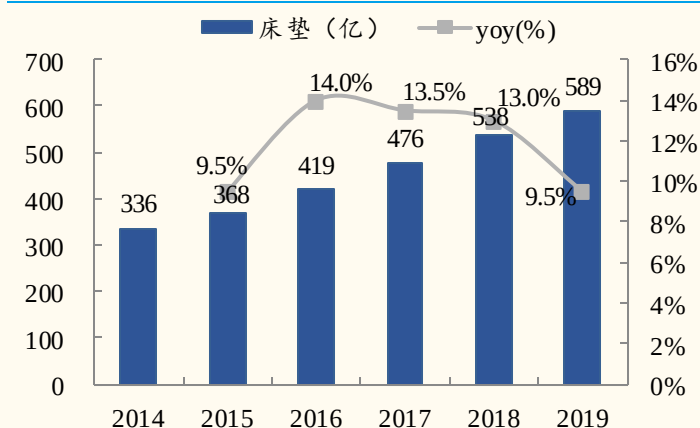
2.3、行业集中度提升空间大，现已迎来催化

床垫、沙发是软体家具主要的两大细分市场，相较于美国目前我国市场集中度仍较低。随着我国家具市场进一步趋于成熟，市场集中度提高将加速资源向龙头企业集中，有效扩大市场价值空间。

2.3.1、床垫、沙发市场集中度提升空间大

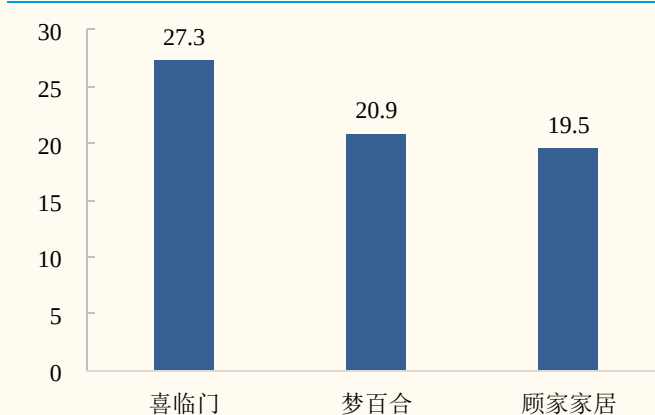
我国床垫市场近年来保持稳定增长，2019 年市场规模已达 588.9 亿元，CAGR5 为 9.9%。然而我国床垫市场集中度仍然不高，尽管我国 CR4 从 2017 年的 14%提升到 2019 年的 20%，但远低于同期美国 73.5%的水平，未来行业整体集中度还有很大提升空间。

图表 38：历年国内床垫市场规模及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

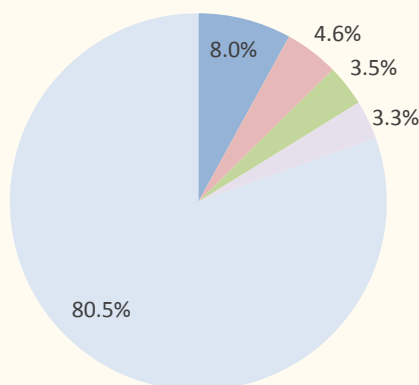
图表 39：2019 年床垫龙头企业营收对比 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：2020 年中国前四大床垫市场份额（测算）

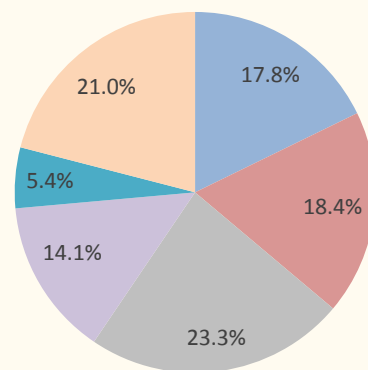
■ 慕思 ■ 喜临门 ■ 梦百合 ■ 顾家家居 ■ 其他



来源：国金证券研究所

图表 41：2019 年美国床垫行业集中度较高

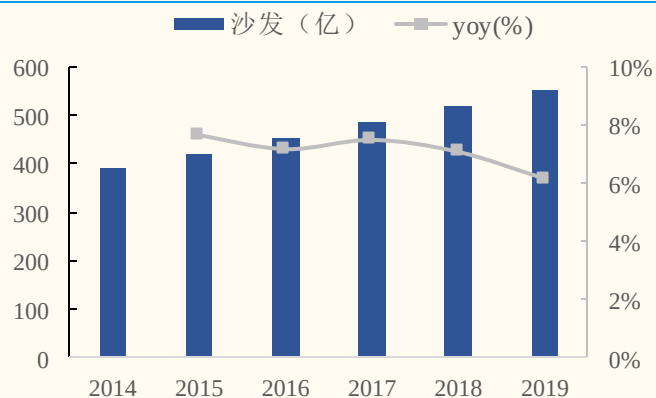
■ 席梦思 ■ 丝涟 ■ 舒达 ■ 泰普尔 ■ Select Comfort ■ 其他



来源：Euromonitor，国金证券研究所

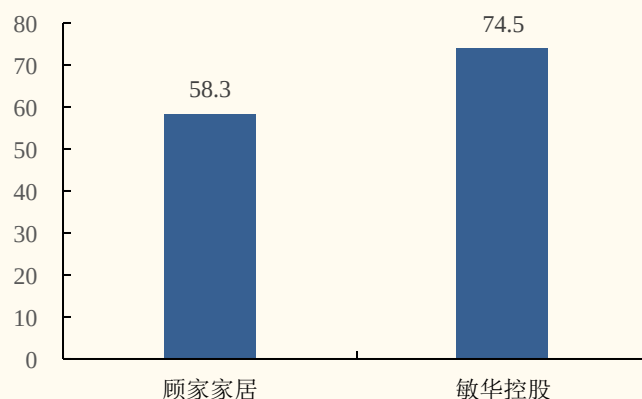
2019 年国内沙发市场规模为 551.4 亿元，CAGR5 为 5.5%。顾家家居和敏华控股作为沙发市场的两大龙头公司，市占率分别为 7%、6%，CR3 达到 17%。然而相比于美国市场集中度差距仍然明显，美国第一大沙发企业 LA-Z-BOY 市占率为 21%，CR3 达到 42%。

图表 42：历年国内沙发市场规模及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

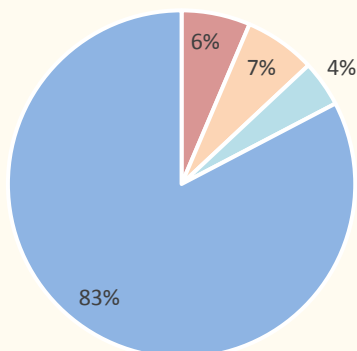
图表 43：2019 年沙发龙头企业营收状况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

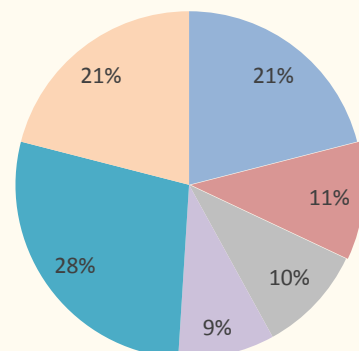
图表 44：国内沙发市场集中度较低（测算）

■ 敏华 ■ 顾家 ■ 左右家私 ■ 其他



图表 45：美国沙发市场集中度

■ LA-Z-BOY ■ Ashley ■ Manwah
■ Lane ■ TOP5-10的企业 ■ 其他



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Euromonitor, 国金证券研究所

2.3.3、外部冲击催化，行业格局有望加速优化

从 2018 年开始，软体家具行业内外销均遭受不同程度的冲击，内销方面，2020 年的新冠疫情使得一季度线下门店无法正常经营，不具备数字化营销手段的中小品牌抗风险能力较低，部分已退出市场；外销方面，2018 年开始的中美贸易战、床垫反倾销调查对软体家具行业造成极大冲击，尤其中小企业逐渐无利可图，生存艰难。

图表 46：美国对床垫加征关税时间表

清单批次	加征税率及时间	涉及品类
第一批 500 亿美元清单	2018 年 7 月 8 月，25%	
第二批 2000 亿美元清单	2018 年 9 月起，10% 2019 年 5 月起，25%	记忆棉床垫 沙发（床） 电动床
第三批 A 类 1100 亿美元清单	2019 年 9 月起，15% 2019 年 12 月起，7.5%	记忆棉枕头 其他（抱枕、家纺、家居等）

来源：美国商务部，国金证券研究所

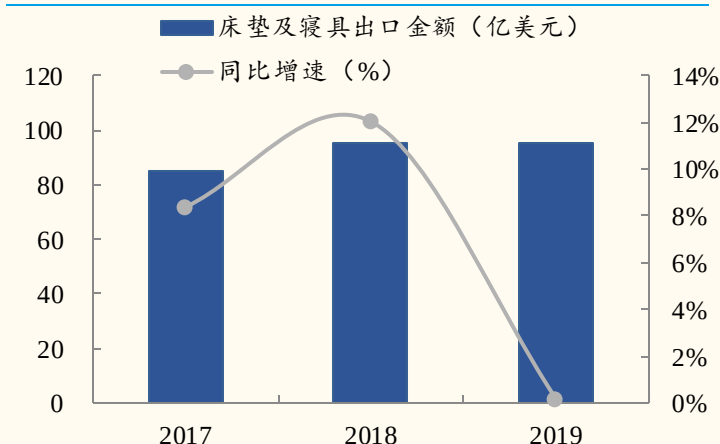
由于中美贸易摩擦与反倾销已持续较长时间，对于行业格局的影响更为明显。一方面，龙头企业可通过向海外转移产能来规避冲击，另一方面，龙头企业依托其具备申诉实力，所获反倾销裁定税率明显低于普通中小企业。2017 年至 2019 年，床垫及寝具整体出口金额从 85.1 亿美元增长到 95.5 亿美元，其中 2019 年受贸易战影响增速回落至 0.2%，但行业头部企业如梦百合从 2013 年起就开始布局海外产能，其近年来出口床垫营收增速仍显著高于行业平均水平，2019 年增速达 22.6%。而喜临门虽然公司实力较强但由于海外产能布局起步较晚，2019 年海外营收增速下滑至 0.7%，略高于行业增长。这足以可见海外产能布局对于出口企业的重要性，不具备向海外转移产能的企业生存环境之艰难可想而知。随着龙头企业逐步完善海外产能布局，未来行业分化将更加明显，海外市场份额将向竞争优势显著的龙头企业加速集中。

图表 47：美国对我国床垫反倾销情况

案件进程	时间	企业	裁定税率
立案调查	2018/10/10	中对美出口床垫企业	
		梦百合	38.6%
		际诺思	86.6%
初裁落地	2019/5/29	敏华、达特、乐美等	74.7%
第一轮反倾销		剩余所有	1731.8%
		梦百合	57.0%
		际诺思	192.0%
终裁落地	2019/10/18	敏华、达特、乐美等	162.8%
		剩余所有	1731.8%
立案调查	2020/3/31	七个国家（柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、塞尔维亚、泰国、土耳其以及越南）	
		柬埔寨	326.5-675.8%
		印度尼西亚	213.4-429.7%
		马来西亚	42.9%
第二轮反倾销		塞尔维亚	57.4-183.2%
初裁落地	2020/5/14	泰国	414.8-763.3%
		土耳其	267.6-609.5%
		越南	481.7-989.9%
终裁落地	时间仍未明确		

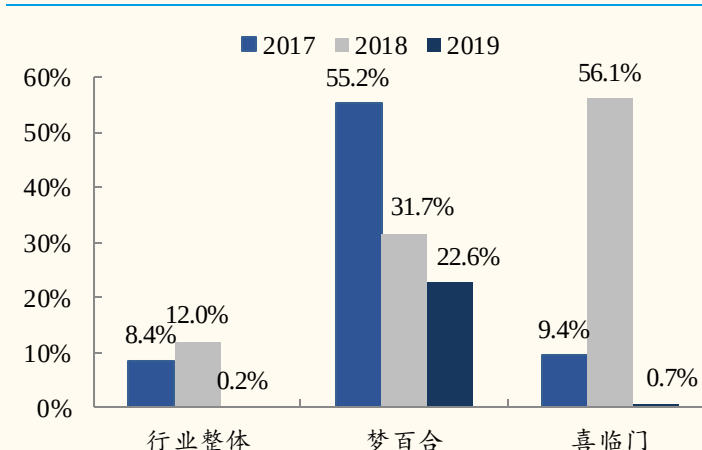
来源：美国商务部，国金证券研究所

图表 48：床垫及寝具行业出口金额及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 49：历年行业与头部企业床垫出口金额增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

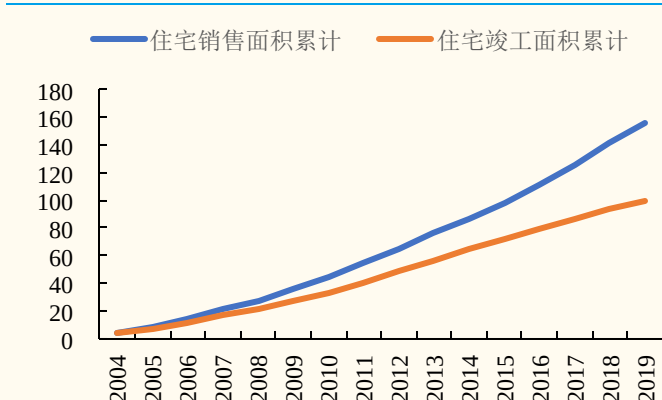
3、中短期：β与α兼具助推公司加速成长

国内市场方面，过去几年销售与竣工面积的巨大背离终将会逐步回归正常，竣工面积未来几年的持续提升将是大概率事件，从竣工前置指标看，竣工全面回暖即将来临，未来几年国内软体家具市场将持续受益于竣工回暖与旧房更新需求释放。在此过程中，行业也将持续向大家居变革，小品牌难以适应，而公司依托渠道下沉+品类融合+零售变革持续扩大自身优势，弥补弱势区域，提升市场份额。国外市场，海外地产景气度提升驱动需求回暖叠加贸易战使得中小出口企业逐步退出，公司具备海外产能布局积极应对，有望加速获取海外市场。

3.1、内销：竣工回暖、格局优化，享受行业机会

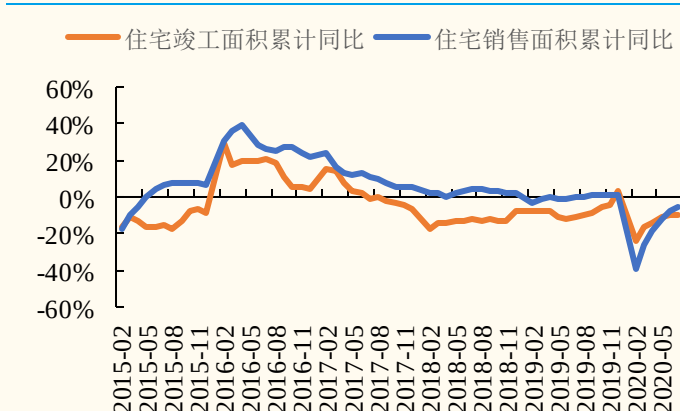
销售与竣工面积缺口较大，竣工回暖大势所趋。近年来，随着一系列政策出台，房企融资渠道有所收紧，并且融资成本提升，使得房企面临资金压力，倒逼房企急于预售回笼资金，提高周转率从而更侧重于新开工，对于已经预售的项目，完工进度就会由于资金层面压力出现相对明显的放缓，此外叠加行政限价、棚改停止等原因，使得出现近年来销售面积与竣工面积缺口逐步拉大，2019年已达55.7亿平方米。然而，销售与竣工的巨大背离终将会以某种方式回归正常，竣工面积未来几年的持续提升将是大概率事件，并且从2019年下半年开始，竣工面积就已经开始持续回暖，在历经两年下滑后首次全年实现正增长，我们认为疫情并未改变此趋势，并且由于销售与竣工缺口较大叠加交房期限限制，此次竣工回暖持续性较强，公司有望依托龙头优势在此轮竣工回暖带动的需求释放中大幅受益。

图表 50：销售竣工缺口较大 (亿平方米)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：竣工与销售面积同比增速剪刀差正缩窄



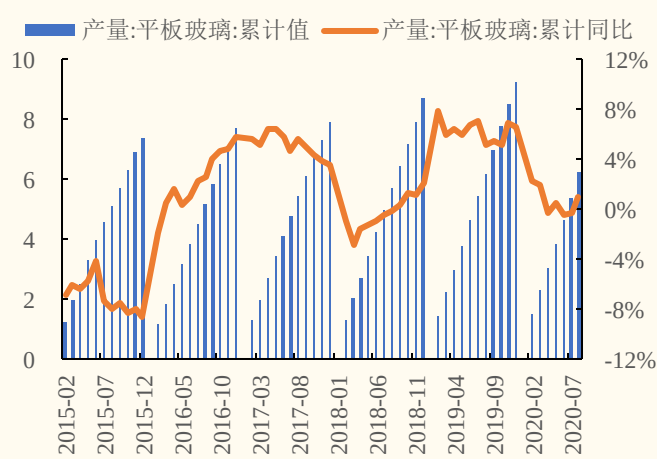
来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：电梯产量累计值及同比（万台）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：玻璃产量累计值及同比（亿重量箱）



来源：Wind，国金证券研究所

大家居逐渐形成趋势，小品牌面临流量压力。在生活节奏加快的情况下，越来越多的人希望实现一站式的购齐，省时省力的同时还能获得更大的优惠力度，大家居逐渐形成趋势。在这一趋势下，对于龙头品牌门店来说，丰富的产品品类一方面可以多维度全方位的吸引客户流量，另一方面不同产品之间互相引流，间接降低了引流成本。而小品牌由于自身设计研发、供应链、资金等方面不足，拓展全品类融合难度相对较大，从而使其在趋势中将会逐渐面临引流成本大幅提升乃至流量短缺，逐步退出竞争，行业格局持续优化。此外，新冠疫情使得终端门店上半年运营压力陡增，一定程度上加速了小品牌退出，龙头品牌面临的竞争格局有望明显优化。

图表 54：龙头品牌优势持续扩大



来源：国金证券研究所

3.2、内销：渠道下沉+品类融合+零售改革助推公司稳步前行

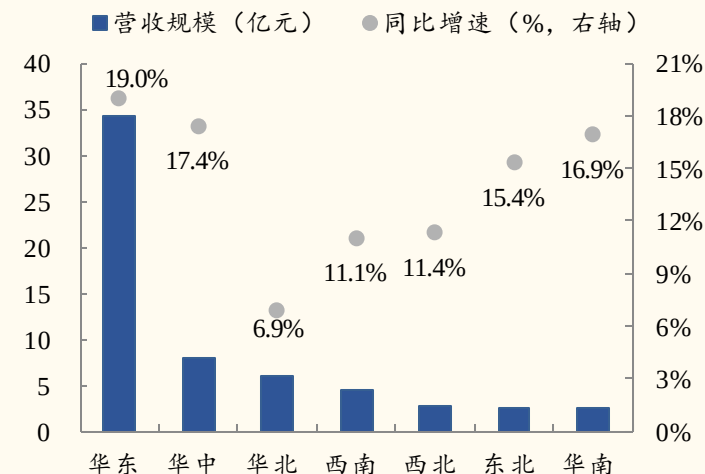
3.2.1、渠道下沉空间仍存，弱势区域有望加速扩张

从顾家家居国内业务结构来看，其营收主要来自于一二线城市密集的华东地区，2019 年华东市场营收规模达 34.2 亿元，占国内营收的 56.0%。在华东业务继续保持较快增长的同时，其他地区营收也在快速提升，渠道下沉战略成效显著释放出积极信号。

中短期来看，相比于定制家具行业先行者欧派家居，顾家家居在线下门店数量上仍有差距，未来在三四线城市有较大挖掘空间。截至 2019 年底，中国有超过 10.2 亿人口居住在三线城市及以下地区，占总人口的 72.9%，在数量上对发达城市人口有压倒性优势，并且随着城镇化率的提升，软体家具渗透率在三四线

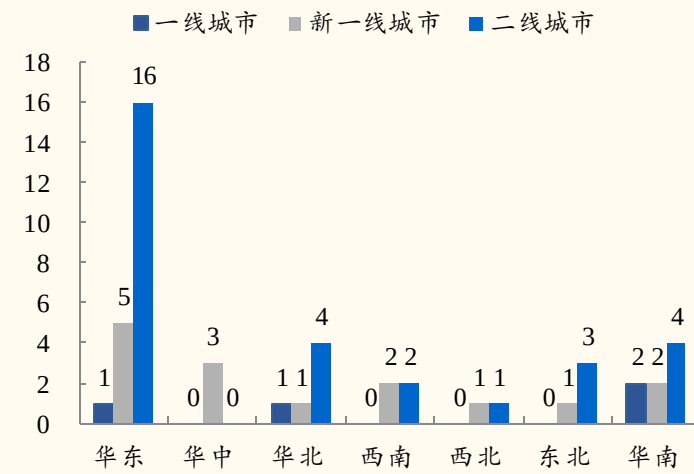
城市将有望明显提升，这也意味着在一二线城市白热化竞争的情况下，低线城市将是未来行业重要的扩容市场，也将逐渐成为博弈的主战场。公司目前部分弱势区域仍然规模较小，渠道布局不够，有望依托区域零售中心改革，因地制宜加速弱势区域渠道开拓，从而不断扩充自身份额。

图表 55：2019 年顾家家居国内业务结构



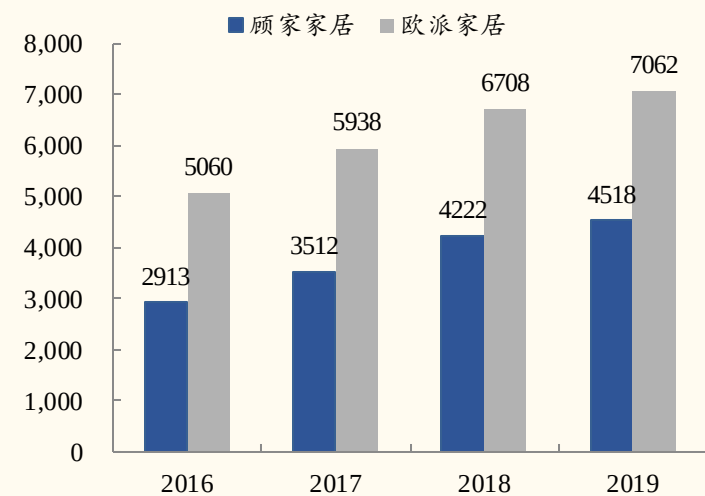
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：中国一二线城市分布



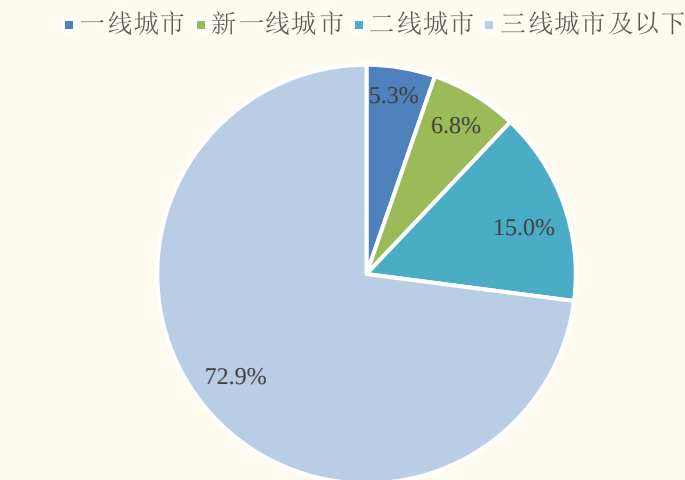
来源：第一财经，国金证券研究所

图表 57：顾家家居、欧派家居门店数量对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：各线城市人口占比 (%)

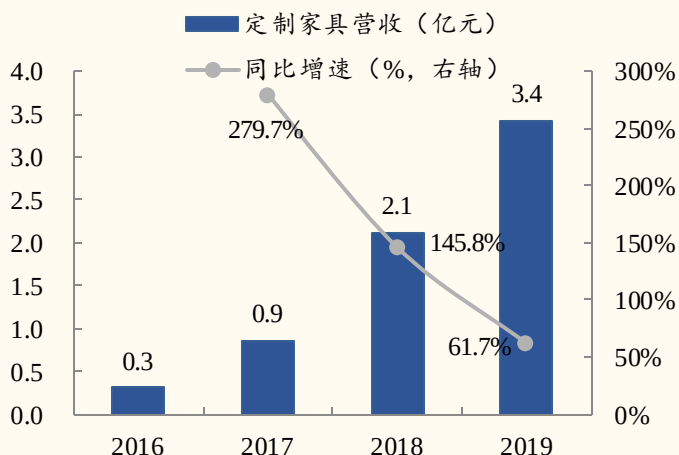


来源：聚汇数据，国家统计局，国金证券研究所

3.2.2、定制布局前置流量入口，品类融合实现价值共振

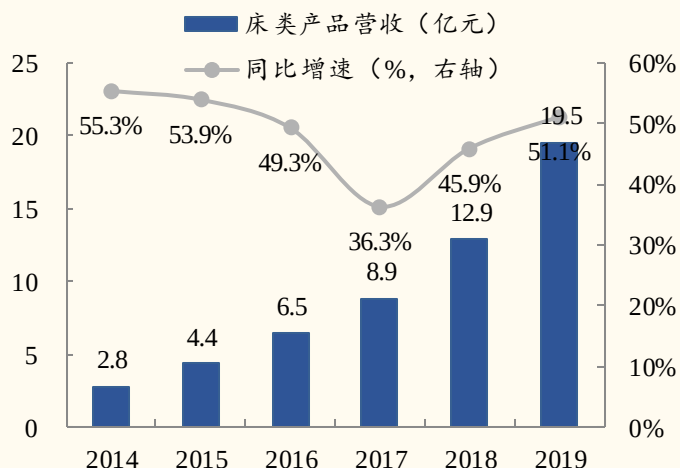
把握“大家居”趋势，前置流量入口，多品类融合驱动公司业绩增长。在“大家居”逐渐成为一种趋势的情况下，顾家家居积极推进软体与定制融合，于 2016 年设立顾家定制并逐步开立融合店，实现流量入口前置的同时，有效满足消费者“一站式”购买需求。公司在实现依靠皮沙发等拳头产品向卧室软床、床垫引流的同时，通过大力发展全屋定制业务实现了渠道前置，以定制产品为软体产品引流。根据渠道调研获知，顾家家居 70% 的定制衣柜客户会继续选择同品牌的沙发和软床产品，有力提升了品牌连带率驱动沙发、床类产品业绩增长，实现了价值共振。

图表 59：顾家家居定制家具营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 60：顾家家居床类产品营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

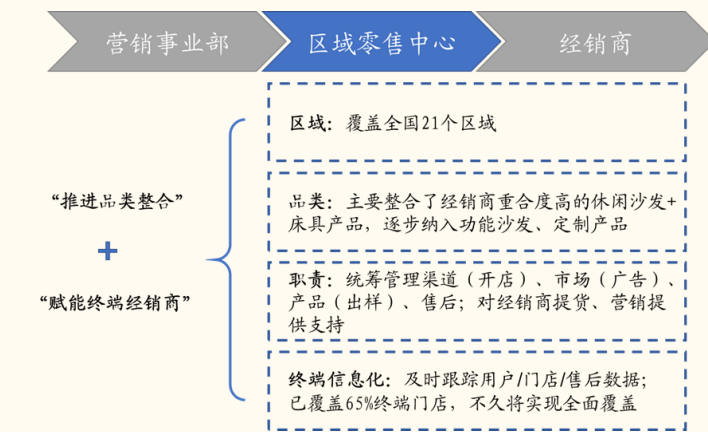
3.2.3、区域零售中心变革，助力公司加速发展

公司在渠道布局优势明显的情况下，并没有故步自封，而是从 2018 年下半年开始建立区域零售中心，落实渠道优化改革，我们认为这是确保门店继续下沉与加密的关键一步，为公司持续发展奠定基础，未来两年有望迎来改革红利期。从 2018 年下半年开始公司组织架构由“总部事业部→事业部大区→经销商”改为“营销事业部→区域零售中心→经销商”。区域零售中心作为其中重要一环，负责统筹管理渠道（开店）、市场（广告）、产品（出样）、售后，对经销商进行全方位赋能。同时，区域零售中心整合了经销商重合度高的休闲沙发+床具产品，并逐步纳入功能沙发、定制产品以减少内耗提升效率，从 2019 年下半年开始成果有所显现，内生内销收入增长开始提速。

此外，公司配合区域零售中心同时推进终端信息化建设，从用户/门店/售后三个维度赋能经销商提高销售实力，截至 2019 年底已覆盖 65%以上终端门店，不久将实现全面覆盖。信息化升级主要包括反馈用户画像、动销情况和市场环境（未来交房户型、流行风格和消费趋势），反向设计产品与营销方案，未来将覆盖全轨迹运营。

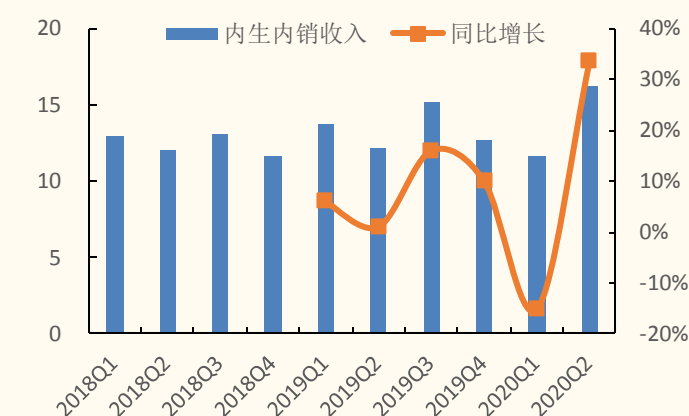
整体来看，我们认为区域零售中心改革是在去经销商职能的同时提升终端销售能力，扩大管理半径，让运营、服务由公司来做，不仅有利于复制成功经验，深度下沉，也能在此过程中提升运营效率、维护好品牌口碑，这一布局中短期将迎来变革红利，并且为公司长期可持续发展奠定了良好的基础。

图表 61：顾家区域零售中心改革布局



来源：国金证券研究所

图表 62：各季度内生内销收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3、外销：需求回暖+行业洗牌，龙头享受红利

3.3.1、美国地产需求回暖，推动家居销售回升

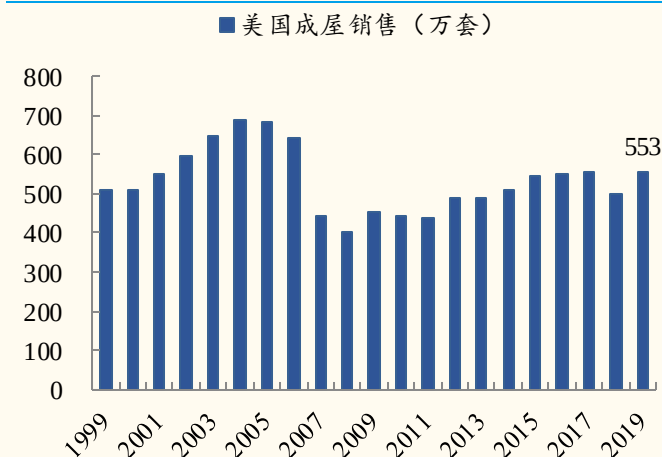
近期数据显示，美国地产景气度明显提升，新建住房销售套数、成屋销售套数纷纷进入上涨通道，2019 年销售量分别达 683 万套和 553 万套，并且疫情期间销售依然火爆。美国作为顾家家居最大的海外市场，其地产需求的持续回暖将直接推动公司外销业务收入回升，驱动整体业绩增长。

图表 63：美国新建住房销售回暖



来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：美国成屋销售回暖



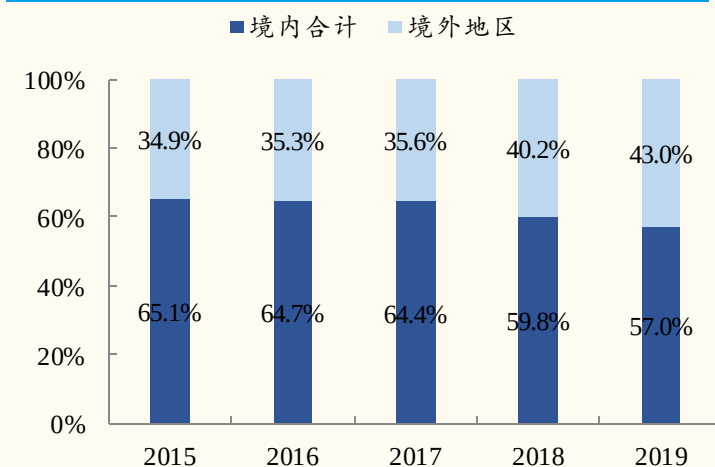
来源：Wind，国金证券研究所

3.3.2、布局海外产能，助推海外份额提升

公司 2019 年底发布公告，拟使用自筹资金 4.5 亿元在越南建设年产 45 万标准套软体家具生产基地，项目计划于 2020Q1 开工，2021 年底全面竣工投产，预计实现产能 45 万标准套软体沙发产品，实现营业收入约 19 亿元，此外公司也已在墨西哥开工建立生产基地，主要生产软装饰品，面向北美市场。

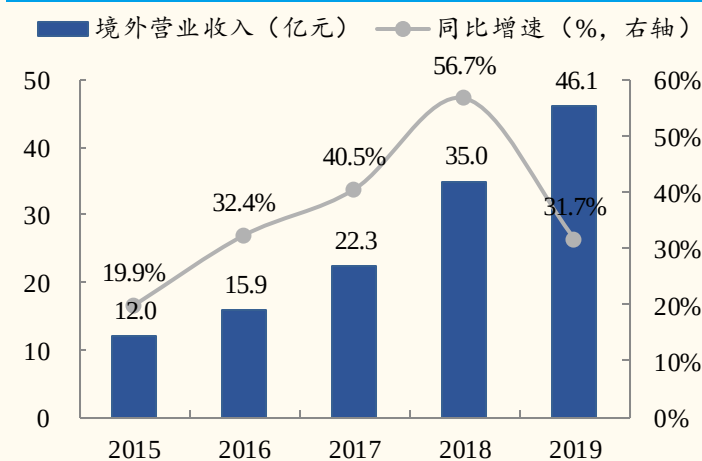
近年来持续发酵的中美贸易战和反倾销调查加速了行业洗牌，中小企业由于规模优势不明显，原本盈利空间较小，并且客户质量不高，无法分摊税收成本，关税增加使其无利可图从而逐步退出，而顾家坚持大客户战略，客户实力较强，在新增关税上与公司分摊，并逐步完善海外产能布局，在劳动力、原料成本相对较低的越南、墨西哥建设生产基地，未来将有效回避外部贸易冲击。2015 至 2019 年，公司境外业务营收持续高速增长，并且近年来也依托兼并收购外销企业，营收规模从 12.0 亿元攀升到 46.1 亿元，CAGR5 高达 30.9%，市场影响力显著提升。

图表 65：顾家家居境内外营收占比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 66：顾家家居境外业务营收及增速



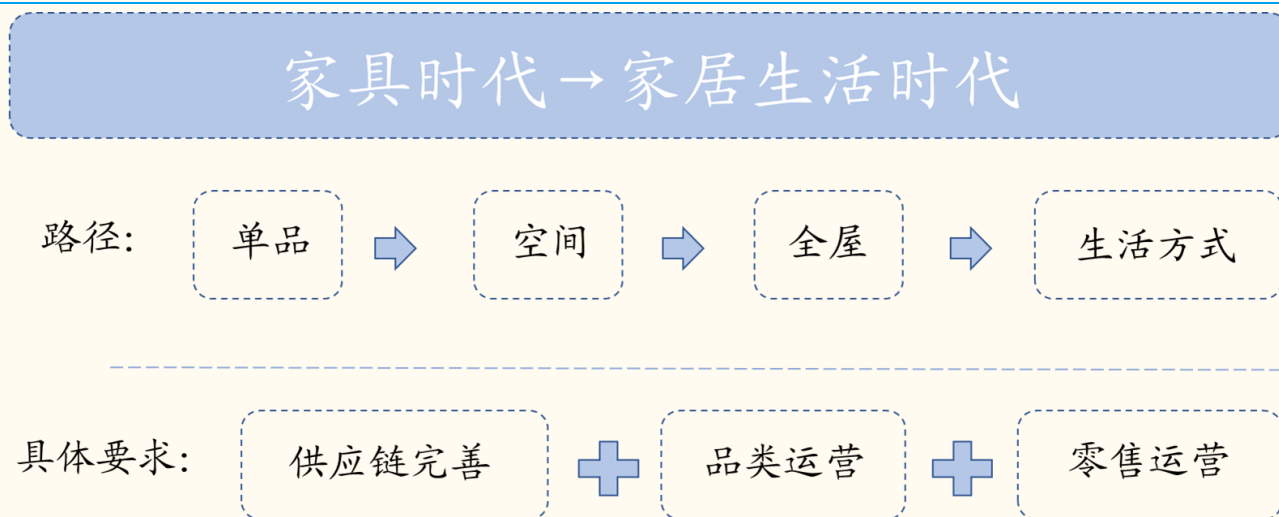
来源：Wind，国金证券研究所

4、长期：格局宏大，路径清晰，综合家居零售运营商有望诞生

家居行业由于身处地产后周期行业，必然将受地产产业发展阶段的影响而迎来自身不同的发展阶段，从我国家居行业来看，家居企业发展可清晰的划分两大发展阶段。第一阶段是家居行业快速发展阶段，企业依托地产行业红利，进行树品牌+扩品类+拓渠道，从而企业粗放式快速成长。第二阶段是行业进入平稳增长阶段，行业红利逐渐消退，企业开始重视精细化运营并寻求突破，从而获取持续健康发展。不可否认目前地产行业红利正在消退，家居行业中大部分龙头品牌已处于从第一阶段向第二阶段过渡的阶段。

顾家家居依托职业经理人团队，较早就已开始重视精细化运营，并且近年来也已开始寻求突破，不论是自身对于定制家具的布局还是一系列的外延并购均是公司在寻求突破，为第二阶段做出准备。公司格局宏大，单品-空间-全屋-生活方式的发展路径清晰，有望突破软体家具客单价空间并在获取更多流量的同时持续提升转单率，打开公司长期规模增长空间，推动公司逐步成为世界领先的综合家居零售运营商。

图表 67：公司发展路径清晰



来源：国金证券研究所

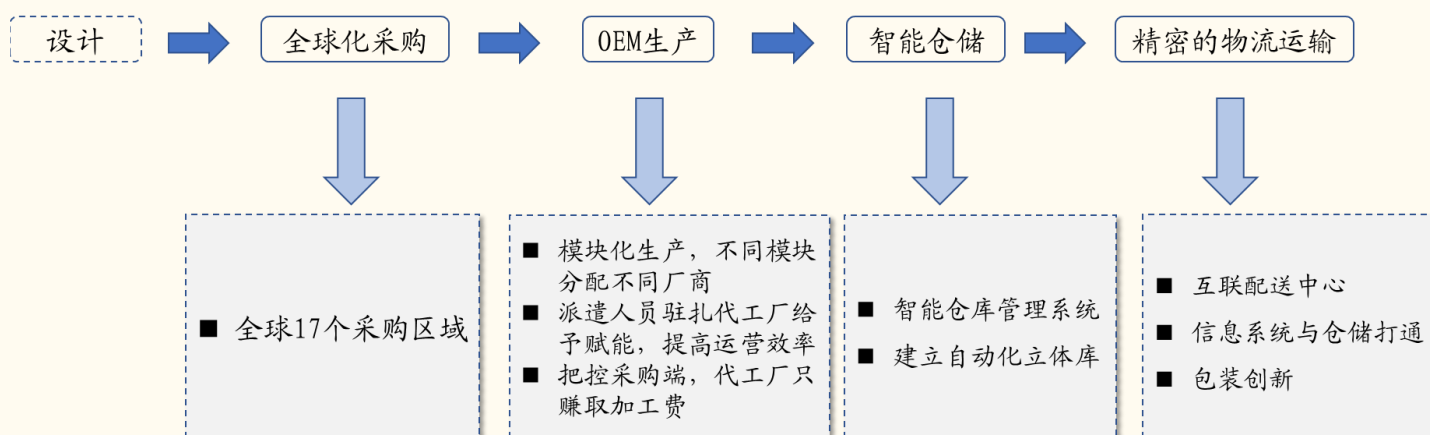
我们认为在战略清晰的基础上向综合家居零售运营商迈进过程中最关键的是需要具备三点：更完善的供应链、更优的品类运营、更强的零售运营。而从目前来看，顾家家居在这三方面近年来均在不断改善，尤其品类运营和零售运营方面，目前公司品类丰富度在国内家居企业中较为领先，零售运营方面，公司一贯营销能力较强，并且通过区域零售中心改革等一系列调整措施进一步加强了零售运营效率。此外，供应链方面虽然与以供应链而闻名的宜家相比仍有差距，但我们通过解析宜家供应链可看出顾家家居对于供应链的打造正在正确的道路前进。公司在格局宏大、路径清晰的基础上，供应链、品类运营、零售运营三方面的持续优化可确保其顺利迈向综合家居零售商。

宜家作为全球最大的家具和家居用品零售商，其强大的供应链体系是其顺利运营的核心，从采购-生产-仓储-物流运输每个环节都有其独特之处。采购方面，宜家采用全球化采购极致压低采购成本，在全球 17 个区域进行采购，获取成本优势的同时，确保采购质量的优异。生产方面，采用 OEM 生产模式，首先从设计开始就进行模块化从而进行模块化生产，分散风险的同时降低成本；其次宜家向代工厂派驻人员，给予工厂赋能，提高生产效率；最后，宜家严格控制材料采购端，代工厂只赚取加工费，进一步控制成本。仓储方面，一方面宜家依托智能仓库管理系统，根据货物性质、客户需求、货物出库紧急程度等信息，通过系统配置最合适的存放位置，从而保证仓库既拥有较高水平的库存，又兼顾较快的周转速度；另一方面，宜家创新建立自动化立体库，其空间利用率是普通仓库的 2-5 倍，具有节约用地、减轻劳动强度等优点，通过对托盘和

自动化立体库的使用，标准化仓库管控，极大地提升了仓库运营效率。物流运输方面，宜家根据规模及所处流通渠道位置的不同，分为两类配送中心，RDC（区域配送中心）、CDC（中央物流配送中心），使得配送效率更高，并且在某些国家 RDC 与 CDC 之间通过铁路连接，进一步优化两者配合运输效率。另外，宜家的物流运输系统与仓储系统打通，信息共享，确保仓储与物流运输之间无缝衔接，提升效率。此外，公司在包装上有众多创新，如“平板包装”不仅提高运输效率和降低了运输成本。

综合来看，宜家供应链的打造最关键的是通过人为管理与信息化赋能进行成本管控与效率提升。顾家家居与其对比，在采购、生产、仓储、物流等方面的人为管控的方向较为一致，如原材料采购区域向全球拓展，物流中心的优化等。而在信息化赋能领域，顾家家居与宜家仍然存在一些差距，但公司目前在供应链上已开始重视信息系统的打造，根据草根调研所知，公司近年来重点聘请团队打造更先进科学的 SAP 管理系统，并于 2020 年 8 月已在部分工厂试点新 SAP 管理系统，有望依托全新的 SAP 系统赋能供应链，为向综合家居零售商迈进奠定坚实基础。

图表 68：宜家强大供应链体系



来源：国金证券研究所

2019 年 5 月第一家顾家生活馆在杭州开出，聚焦全屋空间生活方式的内容展示输出，顾家生活馆涵盖了定制家具、沙发、床、床垫、家纺、餐厨、窗帘和其他家居饰品，全面满足消费者客厅、餐厅、卧室、书房、儿童房、阳台、浴室等八大空间，以及软装搭配等全屋家居一站式需求。公司从去年开始打造的顾家生活馆是向综合家居零售商迈进的初步探索，随着消费者需求与外部环境的逐渐变化，店态将逐渐优化，综合家居零售商的终极表现形态也必将到来。

图表 69：顾家生活馆



来源：顾家官网，国金证券研究所

图表 70：顾家生活馆



来源：顾家官网，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

5.1、盈利预测

■ 核心假设

- 1) 沙发业务：国内市场方面，受益于竣工回暖与旧房更新我们预计 2025 年国内沙发市场规模将扩容至 1010.7 亿元，CAGR6 达 8.2%。海外市场方面，有望受益于海外地产销售回暖市场规模继续扩容。尽管受到年初疫情以及中美贸易战影响，但公司受益于国内疫情较快管控叠加海外产能布局，内外销均较快回暖，且长期来看公司将持续受益于行业扩容并从受外部冲击更大的中小企业获取市场份额。内生方面，单价受益于消费升级我们预计 2020-2022 年将分别同比+4%/+5%/+5%，销量受益于国内沙发渗透率稳步提升叠加旧房更新增多带动整体需求增加预计 2020-2022 年分别同比+2.6%/+12.1%/+8.9%。此外，外延收入预计 2020-2022 年分别同比+8.2%/+14.5%/+7.2%。预计 2020-2022 年公司沙发业务总营收为 62.3/72.7/81.6 亿元，同比+6.8%/+16.7%/+12.3%。成本方面，未来两年 MDI、TDI 等原材料价格预计将会有小幅反弹，但近年来公司持续优化供应链，管控成本效果逐渐显现，故预计 2020-2022 年沙发业务毛利率仍将维持较高水平，为 35.7%/35.4%/35.3%。
- 2) 软床及床垫业务：国内软床及床垫市场渗透率仍然较低，并且市场较为分散，未来龙头企业成长空间巨大。随着公司产品矩阵的完善以及品类融合带来的连带率提升，软床及床垫销量有望较快增长，预计 2020-2022 年销量分别同比+32.6%/+28.5%/+23.4%，驱动 2020-2022 年营收达 26.0/33.5/41.5 亿元，同比+32.9%/+29.0%/+23.9%。随着规模持续扩大，规模效应有望显现，我们预计 2020-2022 年软床及床垫业务毛利率分别为 35.0%/35.3%/35.5%。
- 3) 定制家具：在消费者对一站式购齐需求不断提升的大背景下，公司将“大家居”确定为未来战略重心，定制家具成为重要一环。随着公司前端软件的持续优化，满足更多消费者个性化需求，公司定制家具业务有望持续高增，预计 2020-2022 年定制家具营收为 3.9/5.1/6.7 亿元，同比+15%/+30%/+30%。未来湖北黄冈 400 万方定制家具产能及杭州大江东“顾家定制智能家居”项目的投产将有效降低成本逐步抬高毛利率，我们预计 2020-2022 年定制家具毛利率为 35.7%/35.8%/36.3%。
- 4) 集成产品：在定制+软体基础上，公司顺应消费者一站式购齐需求，不断扩充集成产品 SKU，探索全屋融合。随着公司主力产品持续发力带动集成产品连带率、客单价不断提升，预计 2020-2022 年集成产品营收为 21.7/26.5/31.8 亿元，同比+14.0%/+22.0%/+20.0%。公司集成产品主要通过外采，随着规模扩大，对供应商议价能力提升，预计集成产品毛利率将稳中有升，2020-2022 年分别为 24.5%/24.5%/24.6%。

图表 71：业务拆分及收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	9172.1	11093.6	12547.2	15127.5	17728.4
沙发	5144.2	5830.8	6226.8	7267.8	8162.9
软床及床垫	1132.0	1952.8	2595.1	3348.3	4147.8
集成产品	1610.2	1906.2	2173.1	2651.1	3181.4
定制家具	212.1	343.0	394.4	512.8	666.6
红木家具	158.1	143.2	121.7	131.5	142.0
信息技术服务	332.2	405.3	490.4	588.5	706.1
同比增速	37.6%	20.9%	13.1%	20.6%	17.2%
沙发	39.3%	13.3%	6.8%	16.7%	12.3%
软床及床垫	27.8%	72.5%	32.9%	29.0%	23.9%
集成产品	29.6%	18.4%	14.0%	22.0%	20.0%
定制家具	145.8%	61.7%	15.0%	30.0%	30.0%
红木家具	40.1%	-9.4%	-15.0%	8.0%	8.0%
信息技术服务	90.8%	22.0%	21.0%	20.0%	20.0%
毛利率	36.4%	34.9%	34.7%	35.0%	35.1%
沙发	34.9%	32.4%	33.5%	34.6%	34.6%
软床及床垫	38.2%	35.1%	35.0%	35.3%	35.5%
集成产品	26.7%	24.2%	24.5%	24.5%	24.6%
定制家具	30.0%	35.8%	35.7%	35.8%	36.3%
红木家具	14.0%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
信息技术服务	87.3%	87.6%	88.5%	87.8%	87.8%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

5) 销售费用率预测：随着公司零售转型的推进，赋能经销商、建设信息化系统，“精耕细作”提升了各渠道经营效率。长期来看公司将有效控制销售费用，我们预计 2020-2022 年销售费用率为 18.7%/18.4%/18.3%。

6) 管理费用率预测：公司在金牌职业经理人团队领导下将继续提高管理效率，我们预计 2020-2022 年管理费用为 2.7%/2.6%/2.6%。

7) 研发费用率预测：产品研发设计能力是公司的突出优势，预计公司未来研发费用将更上一层以强化竞争壁垒。预计 2020-2022 年研发费用率为 1.89%/1.93%/1.90%，研发费用绝对值将达到 2.4/2.9/3.4 亿元。

综上，我们预计 2020-2022 年顾家家居营收分别为 125.5 亿元、151.3 亿元、177.3 亿元；净利润分别为 13.3 亿元、16.5 亿元和 19.6 亿元，对应 EPS 为 2.10 元、2.61 元和 3.11 元。

5.2、投资建议

我们按照市盈率相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。我们选取同属软体家具行业的敏华控股、喜临门、梦百合以及定制家居龙头欧派家具作为可比公司，2020 年可比公司平均估值水平为 22.8 倍。顾家家居作为产品品类齐全且具备全球产能布局能力的软体家具龙头，随着行业扩容叠加疫情、贸易战催化中小企业加速退出，未来有望进一步提高市场份额并向着综合家居零售商迈进，估值中枢将进一步抬高。我们予以顾家家居 2021 年合理估值水平 30 倍，对应目标价 78.2 元，给予“买入”评级。

图表 72：可比公司估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1999. HK	敏华控股	11.14	0.50	0.61	0.71	22.28	18.26	15.69
603008. SH	喜临门	13.62	0.95	1.14	1.35	14.34	11.95	10.09
603313. SH	梦百合	29.76	1.42	2.05	2.56	20.96	14.52	11.63
600337. SH	欧派家居	111.16	3.30	3.90	4.44	33.68	28.50	25.04
平均值						22.81	18.31	15.61
603816. SH	顾家家居	63.73	2.10	2.61	3.10	30.42	24.43	20.54

来源：Wind，国金证券研究所；股价截至 2020 年 9 月 17 日

风险提示

1. 全球疫情反复风险：疫情反复，消费者推迟消费，影响公司内外销收入；
2. 门店扩张不畅风险：经济恢复较慢，国内招商进展不畅，导致公司业绩不及预期；
3. 海外拓展不及预期风险：北美以外地区拓展不畅，影响公司外销收入增长；
4. 汇率波动风险：2019 年公司海外收入占比已达 41%，若汇率出现波动，如人民币大幅升值，将直接影响公司收益；
5. 商誉减值风险：公司目前商誉达 8.3 亿，存在收购整合不畅导致商誉减值风险；
6. 原材料价格大幅上涨风险：若未来原材料价格出现大幅上涨，将会使公司毛利率存在下降风险；
7. 限售股解禁风险：11 月 9 日解禁 108.2 万股，占总股本 0.17%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,665	9,172	11,094	12,547	15,127	17,728	货币资金	886	1,592	2,958	2,602	3,390	4,113
增长率		37.6%	20.9%	13.1%	20.6%	17.2%	应收账款	490	1,077	1,158	1,299	1,513	1,773
主营业务成本	-4,182	-5,836	-7,226	-8,190	-9,830	-11,497	存货	878	1,162	1,266	1,369	1,616	1,890
%销售收入	62.7%	63.6%	65.1%	65.3%	65.0%	64.9%	其他流动资产	1,984	1,112	731	800	872	935
毛利	2,483	3,336	3,867	4,357	5,297	6,231	流动资产	4,238	4,943	6,113	6,070	7,390	8,711
%销售收入	37.3%	36.4%	34.9%	34.7%	35.0%	35.1%	%总资产	64.6%	47.1%	49.9%	47.6%	51.4%	54.0%
营业税金及附加	-67	-82	-79	-89	-107	-126	长期投资	758	2,024	2,004	1,994	1,994	1,994
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,229	1,821	2,296	2,757	2,968	3,325
销售费用	-1,397	-1,789	-2,073	-2,342	-2,786	-3,240	%总资产	18.7%	17.3%	18.7%	21.6%	20.6%	20.6%
%销售收入	21.0%	19.5%	18.7%	18.7%	18.4%	18.3%	无形资产	275	1,629	1,728	1,818	1,919	1,993
管理费用	-203	-244	-292	-338	-400	-458	非流动资产	2,323	5,557	6,147	6,678	6,990	7,422
%销售收入	3.0%	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	%总资产	35.4%	52.9%	50.1%	52.4%	48.6%	46.0%
研发费用	0	-137	-198	-238	-292	-336	资产总计	6,561	10,500	12,260	12,748	14,380	16,132
%销售收入	0.0%	1.5%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	短期借款	31	172	613	903	670	404
息税前利润 (EBIT)	816	1,085	1,225	1,350	1,711	2,071	应付款项	1,296	1,981	1,953	2,194	2,632	3,064
%销售收入	12.2%	11.8%	11.0%	10.8%	11.3%	11.7%	其他流动负债	1,195	1,441	1,932	1,913	2,310	2,656
财务费用	-48	-25	-104	-20	-6	38	流动负债	2,523	3,594	4,498	5,011	5,612	6,124
%销售收入	0.7%	0.3%	0.9%	0.2%	0.0%	-0.2%	长期贷款	0	1,067	474	424	374	334
资产减值损失	-15	-17	-15	-20	14	0	其他长期负债	12	828	987	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	18	0	0	0	负债	2,535	5,489	5,959	5,435	5,987	6,458
投资收益	76	106	140	150	150	150	普通股股东权益	4,000	4,678	5,906	6,845	7,836	9,014
%税前利润	7.6%	8.0%	9.2%	8.6%	6.9%	5.8%	其中：股本	428	430	602	632	632	632
营业利润	836	1,158	1,292	1,495	1,911	2,307	未分配利润	1,275	1,843	2,512	3,308	4,298	5,477
营业利润率	12.5%	12.6%	11.6%	11.9%	12.6%	13.0%	少数股东权益	27	333	394	468	557	659
营业外收支	167	160	230	250	260	270	负债股东权益合计	6,561	10,500	12,260	12,748	14,380	16,132
税前利润	1,002	1,318	1,522	1,745	2,171	2,577	比率分析						
利润率	15.0%	14.4%	13.7%	13.9%	14.3%	14.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-172	-312	-302	-346	-430	-511	每股指标						
所得税率	17.1%	23.7%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	每股收益	1.921	2.300	1.929	2.096	2.611	3.105
净利润	831	1,007	1,220	1,399	1,740	2,066	每股净资产	9.342	10.872	9.814	10.824	12.391	14.254
少数股东损益	8	17	59	74	89	102	每股经营现金净流	2.654	2.347	3.518	2.150	3.182	3.587
归属于母公司的净利润	822	989	1,161	1,326	1,651	1,964	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.838	1.044	1.242
净利率	12.3%	10.8%	10.5%	10.6%	10.9%	11.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.56%	21.15%	19.66%	19.36%	21.07%	21.79%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	12.54%	9.42%	9.47%	10.40%	11.48%	12.17%
净利润	831	1,007	1,220	1,399	1,740	2,066	投入资本收益率	16.66%	11.72%	11.76%	12.53%	14.54%	15.95%
少数股东损益	8	17	59	74	89	102	增长率						
非现金支出	113	160	215	250	268	349	主营业务收入增长率	39.02%	37.61%	20.95%	13.10%	20.56%	17.19%
非经营收益	-50	-75	33	-448	-349	-376	EBIT增长率	23.42%	33.03%	12.90%	10.23%	26.77%	21.04%
营运资金变动	242	-82	648	159	353	230	净利润增长率	43.02%	20.29%	17.37%	14.16%	24.56%	18.94%
经营活动现金净流	1,136	1,010	2,117	1,360	2,012	2,269	总资产增长率	25.70%	60.04%	16.76%	3.98%	12.80%	12.18%
资本开支	-274	-716	-756	-544	-323	-514	资产管理能力						
投资	-713	-2,339	484	-240	-50	-50	应收账款周转天数	21.0	27.1	32.0	33.0	32.0	32.0
其他	-456	1,070	577	150	150	150	存货周转天数	68.2	63.8	61.3	61.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-1,443	-1,985	305	-634	-223	-414	应付账款周转天数	43.2	45.3	55.0	56.0	56.0	56.0
股权募资	426	400	4	144	0	0	固定资产周转天数	63.3	58.0	61.0	63.0	61.0	58.3
债权募资	-99	1,919	-146	-618	-283	-306	偿债能力						
其他	-337	-692	-904	-608	-718	-826	净负债/股东权益	-28.71%	4.98%	-24.23%	-24.85%	-35.00%	-41.53%
筹资活动现金净流	-11	1,627	-1,046	-1,082	-1,002	-1,132	EBIT利息保障倍数	16.9	42.9	11.7	67.4	285.1	-55.2
现金净流量	-317	652	1,376	-356	788	723	资产负债率	38.63%	52.28%	48.61%	42.63%	41.63%	40.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH